

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ESTEPHANYE PAGANOTTI DA CUNHA

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS MEDIANTE DECISÕES OPERACIONAIS E
SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA NO BRASIL

VITÓRIA – ES

2016

ESTEPHANYE PAGANOTTI DA CUNHA

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS MEDIANTE DECISÕES OPERACIONAIS E
SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA NO BRASIL

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade Federal do
Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do
título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Moreira Campos

VITÓRIA – ES

2016

Dedico aos meus pais, Rosiane e Romilson, aos meus irmãos Tuzânia (*in memoriam*) e Luiz Henrique, à minha avó Hilma (*in memoriam*), à Morgana e à Frida.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a todos os professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES, Patrícia, Alfredo, Annor, Luis Cláudio Louzada e, em especial, aos professores: Gabriel (cuja parceria vem desde a graduação), pela paciência em suas orientações, seus aconselhamentos em momentos difíceis e sua dedicação; e ao professor José Elias, pela sua contribuição e colaboração desde que iniciei o mestrado, com toda a paciência e disponibilidade.

Agradeço também ao professor Arrigoni, que sempre me incentivou desde a graduação e me forneceu dicas valiosas que levarei para toda a vida acadêmica. Também agradeço ao professor Aliomar, por ter me despertado o desejo pela contabilidade e à professora Mariete, responsável pelo interesse que adquiri pela contabilidade ambiental, e aos professores André, Rafael e Miriam, pelas suas contribuições ao longo do Mestrado.

A todos que conviveram comigo no mestrado, fica meu agradecimento, em especial ao Vitor, pela paciência e consideração, amizade que levarei para toda a vida, à Francesca, Ivone, Karina, Paulo Vitor, Wesley, Amanda, Lorena, Deyvid, Renato e Fabrício pela contribuição de cada um e pela convivência nos diversos momentos do Mestrado. Agradeço e presto uma singela homenagem aos colegas Guthirlley (*in memoriam*) e Eduardo (*in memoriam*), que proporcionaram momentos de alegria e que nunca desistiram de seus objetivos. Aproveito também para agradecer a todos os amigos de fora do Mestrado, pela paciência e compreensão, em especial à Morgana, que sempre foi uma fonte de motivação e de aconselhamentos dos quais foram essenciais nesse período difícil, e à Regina (Rê), minha psicóloga-amiga, Lucélia, Aline, Paula e Diegue, amigos “de vidas” e que levarei sempre comigo.

Por fim, não poderia deixar de agradecer à família, meu alicerce. Minha prima-irmã Luciana (Téia), meus irmãos Luiz Henrique e Tuzânia (*in memoriam*), minha tia Rose Mary, minha avó Hilma (*in memoriam*), a melhor avó que eu poderia ter, um exemplo de bondade e amor, minha avó Iná pelo incentivo e carinho, e agradecer em especial minha mãe, Rosiane por ser meu exemplo de força, dedicação, amor e responsável por eu ter chegado até aqui, não tenho palavras para descrever minha eterna gratidão.

“A mente que se abre a uma nova ideia, jamais
voltará ao seu tamanho original. ”

Albert Einstein

RESUMO

O objetivo desta dissertação é analisar a relação entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e fatores de sustentabilidade corporativa das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA. A detecção de gerenciamento de resultados por decisões operacionais se dá por meio dos resíduos (erros) da regressão e representam um nível anormal das atividades reais da empresa, sendo, assim, uma *proxy* para essa forma de gerenciamento (PAULO, 2007). Em revisão da literatura nessa temática, constatou-se que existe uma lacuna na investigação sobre gerenciamento de resultados no contexto de sustentabilidade corporativa, haja vista que são poucos os estudos que abordam o tema e os resultados encontrados são divergentes. Assim, para a realização deste estudo, utilizou-se uma amostra totalizando 1445 observações no período de 2005 a 2015, coletadas por meio do sistema *Comdinheiro*. Para a operacionalização da pesquisa, fez uso da análise de regressão pelo modelo *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) em painel, com erros-padrão robustos *clusterizados* pelo setor e ano. Os resultados obtidos, sugerem não existir relação entre a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e o ingresso de companhias na carteira ISE, entretanto, entre as variáveis referentes a fatores de sustentabilidade corporativa, foi verificado relação positiva nos três modelos de manipulações operacionais utilizados entre a evidenciação de fatores de sustentabilidade corporativa com base na GRI e gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais. Conclui-se que, a entrada de companhias na carteira ISE não as influencia em manipularem seus resultados operacionais, e esse achado corrobora ao estudo de Silva (2014). Entretanto, os dados indicam que as companhias utilizam a sustentabilidade corporativa a fim de praticarem gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, assim como identifica-se nas pesquisas de Prior, Surroca e Tribó (2008); Salewski e Zülch (2014); Heltzer (2011) e Beuren e Rodrigues Junior (2014).

Palavras – chave: Gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais. ISE. Fatores de sustentabilidade corporativa.

ABSTRACT

The objective of this dissertation is to analyze the relationship between earnings management through operational decisions and factors of corporate sustainability of non-financial companies listed on BM&FBOVESPA. The detection of earnings management for operational decisions is by means of the waste (errors) of the regression and represent an abnormal level of real activities of the company, so they are a proxy for this form of management (Paulo, 2007). In a review of the literature on this theme, it was found that there is a gap in research on earnings management in the context of Corporate Sustainability, given that there are few studies that address the theme and the results are divergent. Thus, in this study, we used a sample totaling 1445 observations in the period from 2005 to 2015, collected by system Comdinheiro. For the operationalization of the research, made use of the regression analysis by the model Pooled Ordinary Least Squares (POLS) panel, with standard errors robust cluster by sector and year. The results obtained, suggest there is no relationship between the practice of earnings management through operational decisions and the entry of companies in the ISE portfolio analysis, however, between the variables related to factors of corporate sustainability, it was verified positive relationship in the three models of operational manipulations used between the disclosure of corporate sustainability based on the GRI and results management through operational decisions. It is concluded that the entry of companies in the ISE portfolio does the influences in manipulate their operating results, and this finding corroborates the study by Silva (2014). However, the data indicate that the companies use corporate sustainability in order to practice earnings management through operational decisions, as well as identifies himself in the research of Prior, Port and Tribó (2008); Salewski and Zülch (2014); Heltzer (2011) and Beuren and Rodrigues Junior (2014).

Keywords: Earnings management through operational decisions. ISE. Corporate sustainability factors.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
AEM	<i>Accruals Earnings Management</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
GIFE	Grupo de Institutos, Fundações e Empresas
BDR	<i>Brazilian Depositary Receipt</i>
BM&FBOVESPA	Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
CRISE	Crise Econômica
DJSI	Índice Dow Jones de Sustentabilidade
EM	<i>Earnings Management</i>
END	Endividamento
ESI	Índice de Sustentabilidade Ethibel
ETHOS	Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social
GDO	Gerenciamento Mediante Decisões Operacionais
GR	Gerenciamento de Resultados
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>

IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IFC	<i>International Finance Corporation</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IN	Índice de Negociabilidade
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
MTB	<i>Market-to-book</i>
NSI	Nova Sociologia Institucional
OEM	<i>Operating (or real) Earnings Management</i>
PNUMA	Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente
PREJ	Prejuízo
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Squares</i>
ROE	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido
RS	Relatórios de Sustentabilidade
SOX	<i>Lei Sarbanes Oxley</i>
SCGRI	Sustentabilidade Corporativa com base na GRI
TAM	Tamanho
TBL	<i>Triple Bottom Line</i>
UNITS	Certificado de Depósito de Ações
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 — Resumo da estrutura da pesquisa	20
Figura 2 — Estrutura do questionário do ISE	30

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de produção anormal	50
Gráfico 2 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de despesas discricionárias.....	50
Gráfico 3 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo agrupado	51
Gráfico 4 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de produção anormal	52
Gráfico 5 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de despesas discricionárias.....	53
Gráfico 6 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo agrupado	53

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 — Exemplos de práticas de gerenciamento de resultado	24
Quadro 2 — Dimensões do ISE	31
Quadro 3 — Resultados de pesquisas sobre a relação entre gerenciamento de resultados e Sustentabilidade Corporativa.....	36
Quadro 4 — Métricas de gerenciamento de resultados.....	44
Quadro 5 — Resumo das variáveis do modelo de estimação da pesquisa.....	48
Quadro 6 — Resumo dos resultados das hipóteses.....	64
Quadro 7 — Indicadores da categoria econômica da GRI.....	76
Quadro 8 — Indicadores da categoria ambiental da GRI	77
Quadro 9 — Indicadores da categoria social da GRI.....	78
Quadro 10 — Empresas da amostra.....	81

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 — Número de empresas que compõem a carteira ISE no período de 2005 a 2015 .	17
Tabela 2 — Composição da amostra por setor	40
Tabela 3 — Estatística descritiva	55
Tabela 4 — Matriz de correlação entre as variáveis do modelo estimado	56
Tabela 5 — Teste de médias entre as variáveis dependentes GDO 1, GDO 2 e GDO 3 e as variáveis <i>dummies</i>	57
Tabela 6 — Resultado da regressão do modelo estimado	59
Tabela 7 — Resultado da regressão do modelo estimado com base nas companhias inseridas na carteira ISE	62
Tabela 8 — Correlação entre os grs sem estarem em absoluto com base na amostra Geral...	82

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	15
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.3	OBJETIVOS	18
1.4	RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	18
1.5	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	21
2.1.1	Gerenciamento de resultados por decisões operacionais	23
2.2	SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA	26
2.2.1	Fatores de Sustentabilidade corporativa	27
2.2.1.1	<i>Global Reporting Initiative</i>	<i>27</i>
2.2.1.2	Índice de Sustentabilidade Empresarial	29
2.2.2	Estudos sobre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados	33
2.3	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA	37
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	39
3.1	CARACTERÍSTICA DA POPULAÇÃO E AMOSTRA	39
3.2	MODELOS DE DETECÇÃO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS	40
3.2.1	Modelo de Produção Anormal	41
3.2.2	Modelo de Despesas Discricionárias	42
3.2.3	Manipulações Operacionais Agrupadas	43
3.2.4	Modelo Estimado na Pesquisa	44
3.3	VARIÁVEIS DO MODELO ESTIMADO NA PESQUISA	45
3.3.1	Variáveis Explicativas	45
3.3.1.1	Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	45
3.3.1.2	Sustentabilidade Corporativa com base na GRI (SCGRI)	45
3.3.1.3	Crise Econômica (CRISE)	46
3.3.1.4	Prejuízo (PREJ)	46
3.3.2	Variáveis de Controle	46

3.3.2.1	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	46
3.3.2.2	Tamanho (TAM)	47
3.3.2.3	Endividamento (END)	47
3.3.2.4	Market-to-book (MTB)	48
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	49
4.1	COMPORTAMENTO DO GRAU DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS MEDIANTE DECISÕES OPERACIONAIS NO PERÍODO DE 2005 A 2015	49
4.2	MODELO ESTIMADO NA PESQUISA	54
5	CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS.....	64
	REFERÊNCIAS	67
	APÊNDICE A	76
	APÊNDICE B.....	77
	APÊNDICE C	78
	APÊNDICE D	81
	APÊNDICE E.....	82

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Os gestores para gerenciarem os resultados, podem recorrer às atividades socioambientais a fim de confundir a atenção das partes interessadas e garantir seus interesses (CHIH; SHEN, KANG, 2008; PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2008). Nesse sentido, segundo Prior, Surroca e Tribó (2008), a sustentabilidade corporativa pode ser adotada para dar ao *stakeholders*, a impressão de que a empresa é transparente, quando, na verdade, realiza gerenciamento de resultados.

O gerenciamento de resultados pode ser entendido como um conjunto de práticas oportunistas que os gestores utilizam para valorizar determinados aspectos que lhes são favoráveis, como o lucro, mas, distorcendo a realidade financeira da organização (HEALY; WAHLEN, 1999; DECHOW; SKINNER, 2000; HORISON; NUGRAHANTI, 2014). Além disso, o gerenciamento de resultados pode ocorrer por *accruals* ou por decisões operacionais, e o que diferencia as duas manipulações é seu impacto no fluxo de caixa e nas atividades operacionais da entidade.

A prática de gerenciamento por decisões operacionais, como ferramenta de manipulação, recebeu pouca atenção na literatura, enquanto manipulações por *accruals* têm sido intensamente discutidas nas últimas décadas (GE, 2010). O estudo de Roychowdhury (2006) proporcionou grandes contribuições às pesquisas relacionadas a manipulações operacionais, ao apresentar evidência da manipulação de atividades operacionais por vendas, por despesas discricionárias e pelos custos de produção no mercado de capitais norte-americano.

Entretanto, os dois tipos de gerenciamento de resultados têm sido pouco explorados dentro do contexto de sustentabilidade corporativa (HELTZER, 2011). No Brasil, as pesquisas relacionadas ao tema gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa se encontram em fase inicial, em que se destacam as pesquisas de Silva (2014) e Beuren e Rodrigues Junior (2014), cujo foco foi dado ao gerenciamento por *accruals*. Por isso, considerando o estágio inicial em que se encontra a pesquisa em gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa no Brasil, é objetivo deste estudo investigar sobre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e sustentabilidade corporativa, visando propiciar uma análise sobre que tipo de relação é estabelecida entre essas temáticas.

A definição de sustentabilidade corporativa é a capacidade de a organização desenvolver suas atividades, tendo consciência do impacto sobre o capital natural, social e humano (ACCOUNTABILITY, 1999), e as organizações necessitam atender à crescente demanda da sociedade em adotar comportamentos sociais e ambientais (MILNE; TREGIDA; WALTON, 2009; FARONI *et al.*, 2010). Entretanto, caso o desempenho socioambiental seja deficiente nas organizações, sua imagem e valor de mercado podem ser afetados (RIBEIRO, 2006; JONES, 2010; FERNANDES, 2013).

Além disso, a pressão exercida por parte da sociedade, segundo Villiers, Rinaldi e Unerman (2014), levou organizações a demonstrarem voluntariamente suas informações socioambientais, por meio de Relatórios de Sustentabilidade (RS). Além de seus acionistas, as empresas visam informar um conjunto maior e mais diversificado de partes interessadas não acionárias (IOANNOU; SERAFEIM, 2016), que segundo Dias Filho (2007) é explicado pela Teoria da Legitimidade.

A Teoria da Legitimidade assume que a organização necessita da aceitação da sociedade, e esta requer serviços de acordo com suas necessidades. Assim, a empresa mantém um contrato social com a sociedade, no qual se compromete a realizar ações de acordo com a demanda da sociedade, em troca da aprovação dos seus objetivos e de sua sobrevivência social (GUTHRIE, PARKER, 1989).

Com o objetivo de equilibrar a divulgação dos fatores ambientais, sociais e econômicos da organização, indicadores de sustentabilidade corporativa passaram a ser construídos (MARCONDES; BACARJI, 2010). No Brasil, a BM&FBOVESPA, criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) para fornecer informações com maior confiança e transparência aos usuários. Outro mecanismo de orientação para as empresas divulgarem seu desempenho social e sustentável é dado por meio da *Global Reporting Initiative* (GRI), que fornece indicadores divididos em três categorias: econômica, ambiental e social.

Sendo assim, esse estudo pode contribuir para enriquecer a literatura na temática gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa, que ainda é pouco explorada. Vale ressaltar que neste estudo, fatores de sustentabilidade corporativa são métricas para mensurar a sustentabilidade corporativa da companhia, sendo eles: (i) a entrada de companhias na carteira ISE e (ii) indicadores das categorias econômica, ambiental e social da GRI no relatório anual de sustentabilidade da companhia.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

O ISE, conforme Marcondes e Bacarji (2010), é uma ferramenta para análise comparativa do desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade corporativa. O índice é composto de até 40 companhias entre as 200 mais líquidas da BM&FBOVESPA e carteira ISE é revisada anualmente (SIMONETTI *et al.*, 2012). Na Tabela 1 a seguir, é possível verificar o número de empresas que integraram a carteira ISE no período de 2005 a 2015, com base na abertura da carteira.

Tabela 1 — Número de empresas que compõem a carteira ISE no período de 2005 a 2015

Ano	Nº de empresas que compõem a carteira ISE
2005	28
2006	34
2007	32
2008	30
2009	34
2010	34
2011	38
2012	37
2013	37
2014	40
2015	39
Total	383

Fonte: Dados da pesquisa

Essa pesquisa busca analisar o efeito de fatores de sustentabilidade corporativa, na prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais das companhias. Assim, com base no interesse das organizações em adotar práticas sustentáveis para atender seus *stakeholders*, e diante da possibilidade de realização de gerenciamento de resultados pelos gestores, no que tange aspectos de sustentabilidade corporativa, conforme abordado por Heltzer (2011), esta pesquisa tem como problema de pesquisa a seguinte questão:

Qual a relação entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e fatores de sustentabilidade corporativa da companhia?

1.3 OBJETIVOS

Por meio do problema de pesquisa, tem-se como objetivo geral: **identificar a relação entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e fatores de sustentabilidade corporativa da companhia.**

Para alcançar tal objetivo se faz necessário:

- a) Apurar o grau de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais das companhias;
- b) Verificar a relação entre a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e o ingresso das companhias na carteira ISE, no período de 2005 a 2015;
- c) Identificar e explicar as possíveis relações entre fatores de sustentabilidade e o grau de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais nas companhias, no período de 2005 a 2015.

1.4 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

A maioria das pesquisas que exploram o tema gerenciamento de resultados, é concentrada nas manipulações de *accruals*, enquanto o gerenciamento mediante decisões operacionais é ainda pouco explorado, principalmente no Brasil (MARTINEZ; CARDOSO, 2009). Mas, decisões operacionais têm atraído interesse dos pesquisadores, haja vista que as acumulações discricionárias são mais fáceis de serem detectadas por empresas de auditoria e órgãos reguladores do que o gerenciamento mediante decisões operacionais (COHEN; ZAROWIN, 2010). Outra temática que tem sido objeto de interesse dos pesquisadores é a sustentabilidade corporativa das companhias.

A transparência das companhias no que tange o impacto de suas atividades no meio social e ambiental, passou a ser exigida pelos órgãos de proteção ambiental e pelo mercado (HOPWOOD, 2005; JONES, 2010; BEBBINGTON; LARRINAGA, 2014). Com isso, os relatórios de sustentabilidade, são úteis para que os *stakeholders* possam acompanhar as ações das companhias, e agem quando identificam irregularidades (GUIDRY; PATTEN, 2012), a divulgação desses relatórios pode contribuir positivamente para a imagem da empresa.

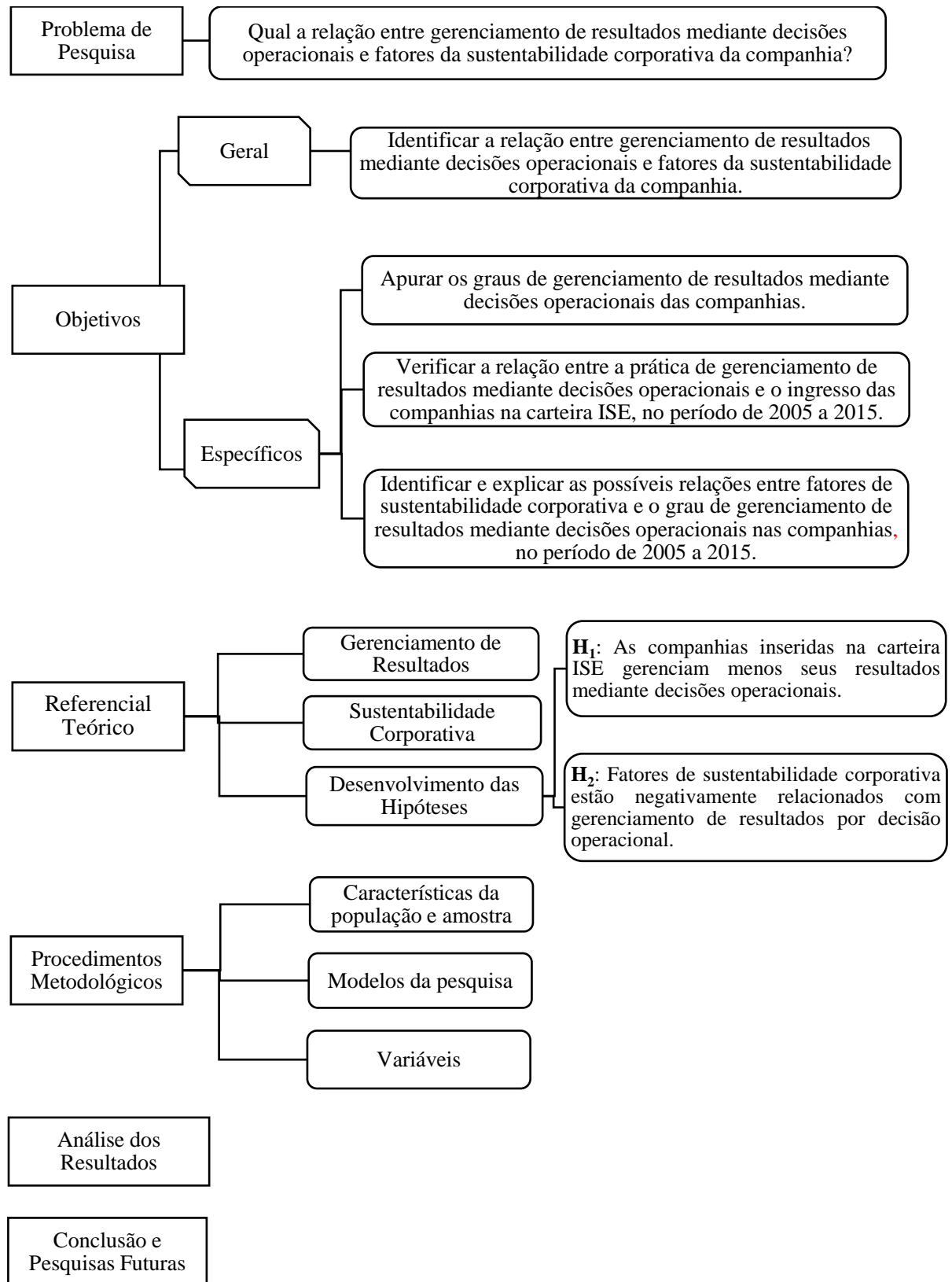
Uma ferramenta para as companhias divulgarem suas ações socioambientais no Brasil é a carteira ISE, que reúne anualmente as companhias com melhores práticas sustentáveis da bolsa de valores da BM&FBOVESPA. Dessa forma, a ISE pode ser utilizada pelos investidores e pela sociedade, como ferramenta de comparação para as práticas sociosustentáveis das entidades.

Entretanto, as atividades socioambientais das companhias podem ser utilizadas para incentivar ou restringir a prática de gerenciamento de resultados. Logo, a entidade que adota a sustentabilidade corporativa, pode evitar o gerenciamento de resultado para manter sua imagem positiva perante o mercado, mas também pode usar as ações socioambientais com o objetivo de gerenciar seus resultados, por exemplo, aumentar os gastos ambientais e/ou sociais objetivando a redução de lucro e manter uma imagem positiva perante a sociedade pelas ações realizadas. Nesse sentido, a sustentabilidade corporativa, pode ser utilizada para desviar as suspeitas de irregularidades e melhorar a satisfação das partes interessadas, contribuindo com uma imagem positiva da organização à sociedade ou restaurar o apoio de seus *stakeholders* (PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2008; HORISON; NUGRAHANTI, 2014).

Este estudo contribui para a literatura sobre gerenciamento de resultados no Brasil, sendo o primeiro a analisar a relação entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e sustentabilidade corporativa. Além disso, a pesquisa contempla uma abordagem teórica que justifique a ligação entre gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta pesquisa está estruturada em cinco seções, sendo a primeira, a introdução. A segunda apresenta o referencial teórico. A terceira descreve a abordagem metodológica para elaboração deste estudo. A quarta é composta pela apresentação e análise dos resultados obtidos neste estudo. Por fim, na quinta seção encontram-se as conclusões da pesquisa, limitações e sugestões de pesquisas futuras. Conforme a Figura 1, apresenta-se a estrutura da pesquisa.

Figura 1 — Resumo da estrutura da pesquisa

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O tema gerenciamento de resultados tem crescido na academia brasileira, entre alguns dos pesquisadores brasileiros que abordaram o assunto estão: Martinez (2001); Paulo (2007); Nardi e Nakao (2009); Formigoni, Antunes e Paulo (2009); Almeida, Lopes e Corrar (2013); Cupertino, Martinez e Costa Junior (2014); Reis (2014). Entretanto, pesquisas brasileiras relacionadas ao gerenciamento de resultados e à sustentabilidade corporativa se encontram em fase inicial, em que se destacam as pesquisas de Silva (2014) e Beuren e Rodrigues Junior (2014).

A prática de gerenciamento de resultados ganhou atenção na literatura devido a importância atribuída ao cargo de gestão. Essa importância, segundo Fama e Jensen (1983), pode levar os gestores ao tomarem decisões em direção diferente aos interesses dos acionistas ou dos proprietários das empresas, gerando conflito entre as partes. Chih, Shen e Kang (2008) afirmam que foi devido à importância dada aos gestores na tomada de decisão que ocorreram os escândalos de fraudes envolvendo as companhias Enron, Tyco, BMY, WorldCom, Xerox e Merck. Tais fraudes são exemplos do uso de poder discricionário dado ao gestor na manipulação de relatórios financeiros, visando a benefício próprio em detrimento dos interesses dos *stakeholders* (CHIH; SHEN; KANG, 2008; EHSAN; KALEEM; ANWAR, 2013).

Essas fraudes implicaram providências pelos órgãos reguladores, como a Lei Sarbanes Oxley (SOX) nos Estados Unidos em 2002, cujo objetivo foi melhorar a qualidade dos relatórios financeiros e proporcionar a confiabilidade das informações destinadas às partes interessadas (FENG; LI; MCVAY, 2009; LI *et al.*, 2012; HOSTAK *et al.*, 2013).

Em seguida, a adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) representou uma grande mudança na contabilidade global, pois visava à harmonização das normas e práticas contábeis no mundo e gerou um impacto sistemático na qualidade da informação contábil (SANTOS *et al.*, 2011). Para Hellman (2008), o modelo IFRS objetiva propiciar informações contábeis de melhor qualidade, com compreensibilidade, comparabilidade, relevância, fidelidade e menos conservadorismo.

O tema gerenciamento de resultados passa por um dos princípios fundamentais da contabilidade, o regime de competência. Nele, mesmo que a companhia efetue uma compra que

será paga no próximo mês, o reconhecimento dessa compra deverá ocorrer no momento em que a transação foi efetuada, diferente do regime de caixa, que considera o momento do pagamento da transação realizada (IUDÍCIBUS; MARION; FARIA, 2009).

Assim, o valor que não é transformado em caixa imediatamente é chamado de *accrual*, e sua importância é observada na compreensão da realidade da companhia e na facilidade em projetar tal realidade. Os *accruals*, portanto, refletem uma característica da informação contábil útil para os usuários da contabilidade e partes interessadas (DECHOW, 1994), e podem ser divididos em dois tipos: os não discricionários e os discricionários.

Os *accruals* não discricionários são inalterados pelo gestor, seja em seu valor ou período de realização e por isso não é dada margem para manipulações. Já os discricionários, podem ser alterados pelos gestores, dentro da flexibilidade permitida pelos padrões contábeis, diante da incerteza de alguns eventos, que podem afetar a companhia (HEALY, 1985).

Para Dechow (1994), se os *accruals* são utilizados com o objetivo da eficiência na escolha contábil, podem contribuir para informar aos usuários das informações sobre a real situação econômica da companhia. Mas, se o objetivo for o oportunismo na decisão contábil, os *accruals* discricionários são uma maneira de ludibriar os usuários das informações contábeis, o que caracteriza a prática de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários (HEALY; WAHLEN, 1999).

A prática de gerenciamento de resultados tem como um dos fatores motivadores, o conflito de interesses entre gestores e *stakeholders* (NARDI; NAKAO, 2009). Jensen e Meckling (1976) afirmam que haverá momentos em que os conflitos entre os principais e os agentes serão inevitáveis. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidade, existe a possibilidade de o agente não agir sempre pelos melhores interesses do principal, nesse momento surge o conflito de agência.

Nessa lógica, as informações contábeis da entidade assumem um papel importante dentro dos conflitos de interesses nas organizações. Afinal, a contabilidade pode ser utilizada para uma comunicação seletiva de aspectos mais importantes do comportamento da empresa, assim os gestores podem manipular essas informações, fornecendo dados distorcidos aos usuários quanto à real situação da empresa (LOPES; MARTINS, 2005).

Na mesma analogia, a prática de gerenciamento de resultados na concepção de Schipper (1989, p.92) é “[...] *a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some private gain [...]*”. Na mesma linha, Healy e Wahlen (1999) definem:

earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economics performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers (HEALY e WAHLEN, 1999, p. 368).

As manipulações realizadas por parte da gestão afetam, principalmente, a transparência da empresa para com seus *stakeholders*, afinal o poder discricionário exercido pelo gestor sobre os números contábeis com ou sem restrição, pode maximizar o valor da firma ou ser oportunista (WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

O gerenciamento de resultados, segundo Healy e Wahlen (1999), pode ocorrer de duas maneiras, que são: (i) por *accruals* discricionários ou *accruals earnings management* (AEM) e por (ii) gerenciamento de resultados por manipulações operacionais ou *operating (or real) earnings management* (OEM). Paulo (2007) salienta, que essas escolhas de gestão não decorrem exclusivamente da manipulação das contas de resultado. Para o autor, as decisões que modificam as aplicações operacionais normais, também modificam os números contábeis e afetam a percepção dos principais interessados das empresas em relação ao seu desempenho.

No entanto, a prática de manipulação de informações, seja por *accruals* ou operacionais não é caracterizado como fraude. Dechow e Skinner (2000) esclarecem a diferença entre gerenciamento de resultados e contabilidade no âmbito da fraude. A primeira situação de manipulação ocorre dentro das normas e práticas contábeis aceitas, já a fraude é uma manipulação que viola as normas e princípios contábeis, e remete a uma prática inaceitável, por exemplo, as práticas fraudulentas nas empresas americanas Enron e WorldCom.

2.1.1 Gerenciamento de resultados por decisões operacionais

A manipulação de atividades operacionais ocorre quando as decisões dos gestores desviam as operações normais da entidade, com o objetivo de atingir determinadas metas de desempenho no resultado (GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; PAULO, 2007). Para Ge (2010), esse tipo de manipulação é mais difícil de detectar pelos acionistas, auditores ou reguladores.

Além disso, Roychowdhury (2006) salienta que a manipulação das atividades operacionais afeta o fluxo de caixa da empresa e pode também influenciar os *accruals* discricionários. O que diferencia o gerenciamento por manipulações operacionais em relação ao *accruals*, é seu impacto no fluxo de caixa e nas atividades operacionais da entidade, conforme o Quadro 1.

Quadro 1 — Exemplos de práticas de gerenciamento de resultado

	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	
	Mediante <i>Accruals</i>	Mediante Manipulação Operacional
EXEMPLOS DE PRÁTICAS	<ul style="list-style-type: none"> • Reconhecimento muito elevado de provisões; • Aceleração das despesas de depreciação; • Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; • Reconhecimento de receitas apenas quando da cobrança; • Adiar despesas; • Reduzir as cotas de depreciação e amortização; e • Reconhecimento de receitas durante a produção. 	<ul style="list-style-type: none"> • Diminuição das receitas pela postergação do envio de vendas já realizadas; • Aceleração do processo de vendas e/ou geração de vendas insustentáveis por meio de aumento dos descontos (temporário) sobre o preço, ou diminuição das restrições de crédito aos clientes; • Acelerar ou adiar os gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento, P&D e manutenção; • Redução dos custos dos produtos vendidos por meio do aumento dos níveis de produção, fazendo com que os resultados contábeis aumentem no período; • Aumentar despesas de natureza não operacional (banquetes, bingos, doações); e • Aumentar receitas não operacionais pela venda de Ativos da empresa.

Fonte: Martinez (2001, p. 14) e Paulo (2007, p. 63).

Além das distinções apresentadas, o momento da prática de gerenciamento de resultados é outro ponto que se diferencia entre os tipos de manipulações. Enquanto o gerenciamento de resultados por decisões operacionais acontece ao longo do exercício, com base na percepção dos gestores e de que forma as atividades relativas ao negócio da empresa se desdobrarão ao longo do ciclo operacional, no que tange à manipulação pelos *accruals*, é realizada principalmente entre o encerramento do exercício social e a publicação das demonstrações financeiras (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JUNIOR, 2014). Na mesma linha, Chen (2009) enfatiza que ao longo do exercício, os gestores fazem a análise do resultado das atividades operacionais realizadas e verificam o total a ser lançado a título de gerenciamento pelos *accruals*.

Cabe ressaltar que a prática de gerenciamento de resultados é motivada por determinados incentivos, que podem ser classificados em: a) incentivos relacionados ao mercado de capitais; b) incentivos contratuais; e c) incentivos relacionados à regulação e ao custo político (MARTINEZ, 2001).

Quanto ao incentivo relacionado ao mercado de capitais, a informação contábil utilizada por investidores e analistas de mercado para a avaliação de ações, pode gerar um incentivo aos gestores das organizações para alterarem os resultados na tentativa de influenciar o desempenho dos títulos no curto prazo. Em contrapartida, o acompanhamento de analistas pode agir como uma ferramenta de monitoramento e detecção de manipulações (HEALY; WAHLEN, 1999).

Além disso, os investidores podem ser considerados entre os mais interessados em dados transparentes para sua tomada de decisão, e no que tange a temática de manipulações não é diferente. Segundo Healy e Wahlen (1999), os investidores possuem métodos para identificar a prática de manipulação de resultados e estão atentos quanto as suas previsões sobre o desempenho futuro da entidade.

Já o estudo de Gunny (2005), constatou que os investidores reconhecem o gerenciamento por decisões operacionais nas demonstrações financeiras de forma hábil, devido ao fato de não incorporarem no preço dos ativos as consequências da manipulação. Essa divergência de resultados encontrados demonstra a necessidade de novas pesquisas sobre manipulações operacionais.

Diante disso, questiona-se o surgimento da prática gerenciamento de resultados e o que de fato a motiva, e de que forma a teoria poderia explicar o efeito da sustentabilidade corporativa no gerenciamento de resultados da companhia. A resposta pode ser encontrada na Nova Sociologia Institucional (NSI), que considera a dimensão de instituição com base em fatores culturais e cognitivos, enfatizando os conceitos compartilhados que constituem a natureza da realidade social e tem como objetivo explicar os fenômenos organizacionais de como e por que as estruturas e processos organizacionais tornam-se legitimados, e as consequências nos resultados planejados para as organizações (SCOTT, 2001; CALDAS; FACHIN, 2005).

Os gestores, portanto, podem praticar gerenciamento de resultados por incorporar as práticas e procedimentos que estão institucionalizados na sociedade, no entanto, essa mudança está mais voltada para a obtenção de legitimidade perante a sociedade do pela eficiência (MEYER; ROWAN, 1977). Ou seja, as companhias importam sua estrutura organizacional do ambiente externo, tais como: Estado, profissões, organizações de sucesso e reproduzem os

procedimentos, regras e estruturas que aumentam sua legitimidade externa (CARRUTHERS, 1995). Esse comportamento faz com que as estruturas das organizações tendam a ser similares e o foco do argumento institucional recai no processo de isomorfismo (BECKERT, 1999), que significa a semelhança estrutural entre as organizações.

Essa semelhança de estrutura é explicada em organizações que utilizam a sustentabilidade corporativa para se legitimar perante a sociedade, isso será abordado mais detalhadamente no próximo tópico. No mercado de capitais, por exemplo, os investidores estão progressivamente exigentes nas atitudes sustentáveis das organizações (RIBEIRO, 2005). Mas dependendo da postura do gestor, a aplicação da sustentabilidade corporativa da companhia pode ser afetada pela prática de gerenciamento de resultados. Devido à forte pressão e monitoramento exercidos pela sociedade em empresas sustentáveis, essas podem reduzir suas práticas de gerenciamento de resultado. Em sentido oposto, os gestores das companhias podem utilizar as atividades sustentáveis como mecanismo para gerenciar os resultados (PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2008; HONG; ANDERSEN, 2011).

Nessa lógica, a sustentabilidade corporativa pode refletir na redução da prática de gerenciamento de resultados em companhias ou pode ser um incentivo à prática. Por exemplo, no contexto brasileiro, a carteira ISE pode ser uma ferramenta de monitoramento para o investidor, sendo assim, como essas companhias são mais visadas, as manipulações operacionais podem ser menores. Todavia, as empresas podem gerenciar seus resultados a fim de que a companhia e se respaldem na imagem positiva que a carteira ISE oferece, vale ressaltar que o processo de seleção da ISE é baseado em questionário (PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2008; MARCONDES; BACARJI, 2010; HONG; ANDERSEN, 2011; KIM; PARK; WIER, 2012; SIMONETTI *et. al*, 2012). Para maiores esclarecimentos sobre esses aspectos, será discutida a seguir a sustentabilidade corporativa aplicada nas companhias.

2.2 SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA

Com maior evidência dos impactos sociais e ambientais decorrentes da atividade humana, o papel do desenvolvimento sustentável como princípio organizador em uma variedade de contextos políticos ganhou mais atenção (BEBBINGTON; LARRINAGA, 2014). No entanto, a definição de desenvolvimento sustentável ainda é vaga na literatura, o que tem gerado constantes debates e diferentes conceitos (GIDDINGS; HOPWOOD; O'BRIEN, 2002; TINOCO; KRAEMER, 2011; CAMPOS, 2012; EDGLEY; JONES; ATKINS, 2015).

Como definição, o desenvolvimento sustentável é o desenvolvimento de algo que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras a satisfazerem aquilo que precisam (UNWCED, 1987). Na visão de Aras e Crowther (2008), os autores geralmente abordam o conceito de desenvolvimento sustentável como sinônimo ao de sustentabilidade corporativa.

Sendo assim, sustentabilidade corporativa pode ser definida como “[...] é a capacidade de uma organização ou sociedade para desenvolver suas atividades indefinidamente, tendo a noção do seu impacto sobre o capital natural, social e humano.” (ACCOUNTABILITY, 1999, p.157). Essa definição corrobora Marrewijk (2003), que aponta como um modelo de gestão de negócio baseado no tripé da sustentabilidade *Triple Bottom Line* (TBL): pessoas (*people*), lucro (*profit*) e planeta (*planet*). Além disso, faz parte da sustentabilidade corporativa “[...] a transparência nos propósitos e na postura da empresa, considerando as necessidades e expectativas dos *stakeholders*.” (BM&FBOVESPA, 2011, p. 45).

Segundo Judge Junior e Douglas (1998), as organizações precisam ter inserido nas suas diretrizes uma maneira de integrar o meio ambiente aos processos produtivos, isso se torna uma capacidade de crescimento para empresa. Ainda de acordo com os autores, para um planejamento estratégico eficaz, é preciso analisar todos os fatores internos e externos da organização e hoje, principalmente, meio ambiente é fator externo mais importante.

Nessa lógica, é interessante salientar que a consciência sustentável associa os conceitos de produto seguro e de qualidade. A organização passa a ter uma imagem melhor para a sociedade e isso pode ser mensurado em ganhos financeiros. Segundo Young (2001), muitas empresas relacionam a sustentabilidade com parcerias empresariais, pois, empresas de grande e médio porte competem em mercados internacionais nos quais os padrões ambientais são extremamente altos.

2.2.1 Fatores de Sustentabilidade corporativa

2.2.1.1 *Global Reporting Initiative*

Entre um dos mecanismos de orientação para as empresas divulgarem suas ações de sustentabilidade corporativa, está a *Global Reporting Initiative* (GRI), que fornece indicadores divididos em três categorias: econômica, ambiental e social. Conforme a GRI:

Categoria econômica - diz respeito aos impactos da organização sobre as condições econômicas de seus *stakeholders* e sobre sistemas econômicos em nível local, nacional e global. Essa categoria ilustra o fluxo de capital entre diferentes *stakeholders* e os principais impactos econômicos da organização sobre a sociedade como um todo (GRI, 2015, p.69)

Categoria ambiental - diz respeito aos impactos da organização sobre ecossistemas, incluindo aspectos bióticos e abióticos (p. ex.: solo, ar e água). A categoria ambiental abrange impactos relacionados a insumos (p. ex.: energia e água) e saídas (p. ex.: emissões, efluentes e resíduos). Ela abrange, também, impactos relacionados à biodiversidade, aos transportes e a produtos e serviços, bem como a conformidade e os gastos e investimentos ambientais (GRI, 2015, p. 86).

Categoria social - diz respeito aos impactos da organização sobre os sistemas sociais em que ela atua. A categoria social inclui as seguintes subcategorias: práticas trabalhistas e trabalho decente; direitos humanos; sociedade; responsabilidade pelo produto (GRI, 2015, p. 145).

Todos os indicadores contidos na categoria econômica, ambiental e social da GRI estão descritos nos quadros 7, 8 e 9, nos apêndices A, B e C. Esses indicadores são evidenciados pelas companhias nos relatórios anuais e/ou sustentabilidade.

Além da GRI, o aumento de índices de sustentabilidade lançados nas bolsas de valores em diversos países tem contribuído para os investidores classificarem as empresas sustentáveis, entre eles: Índice Dow Jones de Sustentabilidade (DJSI), Índice de Sustentabilidade Ethibel (ESI), Índice FTSE4Good e ISE (MOCK; RAO; SRIVASTAVA 2013).

O estudo de Campos (2012) investigou a relação entre os principais fatores do estado contínuo e da sustentabilidade das empresas no Brasil, e para isso fez uso de diversos indicadores para representar os principais fatores de sustentabilidade. Para esta pesquisa, utilizou como variável explicativa o indicador de investimentos ambientais usado no estudo de Campos (2012), a fim de verificar a relação entre fatores de sustentabilidade e a prática de gerenciamento de resultados.

Os investimentos ambientais podem ser exemplificados como o desenvolvimento de uma tecnologia mais limpa e/ou os gastos necessários para uma máquina ou equipamento, com a finalidade de reduzir a poluição, entrar em operação e estar relacionada à decisão da empresa de desenvolver um projeto para prevenir, recuperar ou reciclar (FERREIRA, 2003).

Outra maneira de visualizar a evidenciação da prática de fatores de sustentabilidade corporativa da companhia é por meio do índice ISE, que será abordado com maior profundidade no próximo tópico.

2.2.1.2 Índice de Sustentabilidade Empresarial

Os investidores institucionais têm buscado informações a respeito do desempenho das empresas em questões socioambientais, assim como maior procura por investimentos com esse foco, por meio de veículos tradicionais ou de fundos de *private equity* e *venture capital* (SIMONETTI et al., 2012, p. 12). No mesmo sentido, Ribeiro (2005) salienta o fato de os investidores estarem cientes de que a má postura socioambiental das empresas pode colocar em risco o retorno das aplicações de recursos.

Os investidores e demais *stakeholders* têm à sua disposição um conjunto significativo de metodologias para a avaliação da sustentabilidade de empresas, a fim de assegurar a redução dos riscos de tomar decisões inadequadas, notadamente pelo fato de tais metodologias serem respaldadas por instituições internacionais (CAMPOS, 2012, p. 94).

No cenário brasileiro, com o objetivo de acompanhar o desempenho das empresas que buscam melhores práticas de sustentabilidade, e satisfazer as necessidades dos investidores, a BM&FBOVESPA criou alguns índices financeiros para indicar aos *stakeholders* e gestores, o retorno econômico associado aos critérios sociais e ambientais, o ISE (MARCONDES; BACARJI, 2010). Para os autores, os investidores com preocupações éticas encontram no ISE as informações para avaliar as empresas comprometidas com a sustentabilidade e pode compará-las, de acordo com fatores relevantes para os investidores, como qualidade, compromisso, transparência e desempenho.

A construção do ISE foi com base no conceito de TBL e indicadores de governança corporativa, características gerais e natureza do produto. A participação das empresas no índice é de caráter voluntário e o método de seleção das empresas é realizado por meio de questionários, que são revisados anualmente (MARCONDES; BACARJI, 2010; SIMONETTI et. al, 2012).

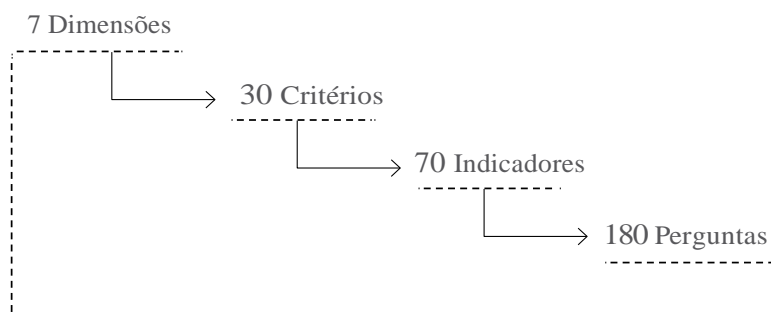
A composição do ISE se dá pelas ações e Certificado de Depósito de Ações (UNITS)¹ exclusivamente de ações de companhias listadas na BM&FBovespa, não estando incluídos: as *Brazilian Depositary Receipt* (BDR) e ativos de companhias em recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária ou intervenção. Além disso, segundo BM&Fbovespa (2015), para compor a ISE, a companhia deve atender aos critérios abaixo:

¹ São ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, por exemplo, um conjunto de ações ordinárias e preferenciais (BM&FBOVESPA, [ca. 2016]).

1. Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), ocupem as 200 primeiras posições;
2. Ter presença em pregão de 50% (cinquenta por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores;
3. Não ser classificado como *Penny Stock*²;
4. Atender aos critérios de sustentabilidade e ser selecionado pelo Conselho Deliberativo do ISE³;
5. Uma vez que um ativo de uma empresa atenda aos critérios de inclusão acima, todas as espécies de sua emissão participarão da carteira do índice, desde que estejam entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 99% (noventa e nove por cento) do somatório total desses indicadores. (BM&FBOVESPA, 2015, p. 3-4).

A estrutura do questionário, conforme Marcondes e Bacarji (2010), contém quatro fases, sendo eles: a dimensão, critério, indicador e pergunta, como expresso na Figura 2. Ainda segundo os autores, nessa estrutura, a função dos critérios, era tentar obter o quadro mais realista possível das condições em que a empresa trabalhava a questão da sustentabilidade. Já o indicador tem a função de mostrar como tudo funciona, verificando quais eram os indicadores de desempenho da empresa naquela área.

Figura 2 — Estrutura do questionário do ISE



Fonte: Marcondes e Bacarji (2010, p. 33) e Simonetti (2007).

² Ativos cuja cotação seja inferior a R\$1,00, conforme Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBovespa (2014, p. 4).

³ Conselho Deliberativo do ISE: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), Grupo de Institutos, Fundações e Empresas (GIFE); Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), *International Finance Corporation* (IFC), Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social (ETHOS), Ministério do Meio Ambiente; e Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA).

No mesmo raciocínio, Simonetti *et al.* (2012, p. 21), complementam que as questões estão atualmente agrupadas em sete dimensões, cerca de 30 critérios e 70 indicadores, totalizando aproximadamente 180 questões a serem respondidas pelas empresas. Segundo os autores, as sete dimensões se dividem em: geral; natureza do produto, governança corporativa, econômico-financeira, ambiental e social e mudanças climáticas, conforme o Quadro 2.

Quadro 2 — Dimensões do ISE

DIMENSÕES DO ISE	
Geral	Compromissos com o desenvolvimento sustentável; alinhamento às boas práticas de sustentabilidade, tais como remuneração vinculada ao desempenho socioambiental da empresa e adoção de dispositivo que propicie uma correlação entre os riscos assumidos, a remuneração efetivamente paga e o resultado da companhia; transparência das informações corporativas, compromissos e práticas de combate à corrupção.
Natureza do Produto	Impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas, adoção do princípio da precaução e disponibilização de informações ao consumidor.
Governança Corporativa	Relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do Conselho de Administração, processos de auditoria e fiscalização, práticas relacionadas à conduta e conflito de interesses.
Econômico-Financeira	Políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal.
Ambiental	Políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal relacionados com o aspecto ambiental. As empresas do setor financeiro receberam um questionário ambiental diferenciado e adaptado às suas características.
Social	Políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal relacionados com o aspecto social. Utilizaram-se indicadores como relações de trabalho, compromissos com princípios fundamentais e relações com a comunidade, entre outros.
Mudanças Climáticas	Política corporativa, gestão, desempenho e nível de abertura das informações sobre o tema.

Fonte: Simonetti et al. (2012, p. 22) e Marcondes e Bacarji (2010, p. 32-33).

De acordo com o Quadro 2, a dimensão ambiental do questionário é com base em políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal relacionados com o aspecto ambiental. As empresas do setor financeiro receberam um questionário ambiental diferenciado e adaptado às suas características. Já na dimensão mudanças climáticas, o foco é dado na política corporativa, gestão, desempenho e nível de abertura das informações sobre o tema.

Esse interesse das empresas em aplicar mecanismo de sustentabilidade corporativa e de transparência aos *stakeholders*, como a divulgação de relatórios anuais de sustentabilidade e o ingresso na carteira ISE, tem sua explicação na Teoria da Legitimidade, subjacente da Nova

Sociologia Institucional (NSI)⁴, defende que as empresas usam as informações prestadas para legitimar o “contrato” implícito existente com a sociedade, e devem agir de forma socialmente responsável (O’DONOVAN, 2002). No entanto, se as demandas da sociedade não forem atendidas, o contrato é rompido e a empresa tem sua sobrevivência ameaçada (DEEGAN, 2002).

Como a divulgação de relatórios de sustentabilidade no Brasil e a participação de companhias na seleção da carteira ISE são voluntárias, a teoria da legitimidade é o recurso teórico que explica esse comportamento. No mesmo sentido Deegan (2002), salienta as razões que podem levar as companhias a divulgarem voluntariamente suas informações ambientais está: o desejo de cumprir requisitos legais, a racionalidade econômica, a crença na responsabilidade de relatar informação ou prestar conta, o atendimento às expectativas da comunidade e ameaças à legitimação da empresa.

Para Meyer e Rowan (1977), quando o contexto organizacional está inserido, reflete valores, normas e comportamentos institucionalizados, as organizações naturalmente reproduzem práticas organizacionais iguais, a isso se dá o isomorfismo. Já para DiMaggio e Powell (1983), o isomorfismo é o reflexo das pressões competitivas que obrigam as organizações a se adaptarem para se manterem no mercado, ainda segundo os autores, com a prática do isomorfismo, as organizações inseridas em ambientes institucionais se legitimam e se adaptam aos ambientes, mas não em busca de eficiência, e sim de legitimação.

Assim, fazendo um paralelo com o interesse voluntário das companhias em ingressar na carteira da ISE, esse comportamento pode ser justificado pela necessidade de as organizações se legitimarem perante a sociedade (O’DONOVAN, 2002), e em consequência disso se comportam de maneira semelhante às companhias concorrentes, devido à prática de isomorfismo (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983) como se comportam semelhante às companhias concorrentes.

Diversos autores têm abordado o ISE em seus estudos. O estudo de Machado, Machado e Corrar (2009) averiguaram se a rentabilidade média do ISE seria igual à rentabilidade dos demais

⁴ Para a NIS, a constituição das instituições é composta de estruturas reguladoras, normativas e cognitivas que possibilitam a estabilidade e significado ao comportamento social e caso sejam adotadas, a organização se torna socialmente legítima (SCOTT, 2001). Além disso, a NSI busca entender a lógica pela qual as estruturas são estabelecidas nas organizações (MARQUES, 2012).

índices da BM&FBOVESPA. O resultado do estudo mostrou que o retorno médio dos índices é semelhante.

Já os autores Nunes et al. (2010) buscaram verificar a relação do tamanho da empresa, setor de atividade, concentração acionária, localização do controle acionário, ser emissora de *American Depositary Receipt* (ADR) e ser de propriedade estatal à adesão das empresas ao ISE. A conclusão foi de que o tamanho das empresas e o setor de atividade são determinantes que influenciam a adesão das empresas ao ISE, diferente das variáveis localização, concentração acionária, ser emissora de ADR e ser de propriedade estatal, que não apresentaram relação de influência para a inclusão das empresas ao ISE.

Machado *et al.* (2012) investigaram a relação entre os investimentos socioambientais e a inclusão das empresas no ISE, e concluíram a relação positiva entre os investimentos sustentáveis e o ingresso das empresas no ISE.

Os autores Teixeira, Nossa e Funchal (2011) investigaram o efeito do ISE como mecanismo de sinalização da sustentabilidade corporativa no endividamento das empresas. A conclusão do estudo foi de que, estatisticamente, as empresas com sustentabilidade corporativa tiveram uma relação negativa com o endividamento e o risco, quando comparadas com aquelas que não sinalizam.

Quanto a valor de mercado, Andrade *et al.* (2013) investigaram as determinantes para adesão das companhias ao ISE da BM&FBOVESPA, e se existe relação com o valor de mercado, os resultados do estudo evidenciaram uma relação positiva entre a aderência ao ISE e o valor de mercados das empresas.

2.2.2 Estudos sobre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados

Os estudos de Chih, Shen e Kang (2008); Fan (2013); Ferrero (2013); e Cho e Chun (2015) identificaram relação negativa entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados. Já Prior, Surroca e Tribó (2008) e Salewski e Zülch (2014) encontraram relação positiva entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados. Prior, Surroca e Tribó (2008) afirmam que o gestor acredita que, satisfazendo interesses dos *stakeholders* e projetando uma imagem de preocupação social e consciência ambiental é possível reduzir a probabilidade de a empresa ser vista com insatisfação pelas partes interessadas. Na mesma linha Hong e Andersen (2011) e Kim, Park e Wier (2012) concluíram que empresas que aderem à

sustentabilidade corporativa têm menos propensão a gerenciarem seus resultados. Hong e Andersen (2011) enfatizam que uma consequência antecipada de gerenciamento de resultados é aumentar o preço das ações, apresentando sobrevalorização e quando isso acontece, o desempenho da companhia, eventualmente, não será capaz de satisfazer as expectativas do mercado.

No âmbito de sustentabilidade corporativa, Heltzer (2011) analisou a relação entre gerenciamento de resultados e empresas que fazem uso de fatores de sustentabilidade corporativa. A autora classificou as empresas como tendo “forças” ambientais, “preocupações” ambientais e neutras, baseadas no sistema binário *Kinder Lydenberg and Domini* (KLD).

A característica *força ambiental*, segundo Heltzer (2011), consiste de atividades relacionadas ao combate e prevenção da degradação do meio ambiente, já as preocupações ambientais estão relacionadas a atividades externas das empresas, subdivididas em seis categorias e sete categorias, respectivamente:

Força ambiental - produtos e serviços benéficos; prevenção da poluição; reciclagem; energia limpa; sistema de gestão ambiental; e outras forças.

Preocupação ambiental - resíduos perigosos; problemas de regulamentação; redutores de ozônio; emissões significativas; produtos químicos agrícolas; alterações climáticas; e outras preocupações.

(HELTZER, 2011, p. 70).

O resultado da pesquisa da autora apontou que a *variável força ambiental* não tem relação com gerenciamento de resultados, já a *variável preocupação ambiental* mostrou relação positiva com a prática de gerenciamento de resultados.

Segundo Ferrero (2013, p.39), não só as empresas, mas todos os participantes do mercado operaram e implementam sua tomada de decisão em um clima marcado por dois componentes: na desconfiança provocada pelos escândalos contábeis dos últimos anos e na crescente preocupação e conscientização sobre sustentabilidade. A autora complementa que a sustentabilidade corporativa é motivada pela empresa a fim de obter três benefícios para os seus resultados, benefício econômico, social e ambiental.

De acordo com Cho e Chun (2015, p.2), gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais envolve atividades que são prejudiciais para as relações das partes interessadas, além do impacto negativo mais evidente em seus acionistas, devido à redução do valor da empresa. Por exemplo, se uma empresa reduz os gastos com pesquisa, reflete em produtos menos inovadores, o que pode trazer insatisfação aos seus clientes. Ainda segundo os autores

uma boa governança corporativa pode reforçar a relação negativa entre sustentabilidade corporativa, e gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

No contexto brasileiro, Silva (2014) analisou se as empresas inseridas no ISE possuem menor nível de gerenciamento de resultados. Os resultados da pesquisa apontaram uma relação negativa entre as empresas integrantes na carteira ISE e gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

Já Beuren e Rodrigues Junior (2014) realizaram uma replicação do estudo de Heltzer (2011), adaptando os dados de acordo com o mercado de capitais brasileiro, segundo os resultados da pesquisa dos autores, as empresas que utilizam fatores de sustentabilidade corporativa possuem relação positiva com o gerenciamento de resultados.

Considerando que são poucas as pesquisas brasileiras relacionadas à temática gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa, e essas enfatizam manipulações por *accruals*, este estudo tem como foco o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e sustentabilidade corporativa. Além disso, esta pesquisa também se diferencia por contemplar a Nova Sociologia Institucional (NSI) como fundamentação teórica necessária para ligar gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa.

De acordo com o Quadro 3, é observado que no contexto internacional e brasileiro ainda são poucas as pesquisas que abordam a relação entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados, sendo assim esse tema é um campo fértil para os pesquisadores brasileiros, haja vista que o tema *sustentabilidade* é muito explorado. Embora a literatura sobre a relação entre sustentabilidade corporativa e desempenho financeiro é abundante, os estudos que examinam gestão de sustentabilidade corporativa e os ganhos são poucos, e os resultados são mistos (KIM; PARK; WIER 2012).

As pesquisas sobre aspectos da sustentabilidade corporativa e a prática de gerenciamento de resultados apresentam diversos resultados contrários, como pode ser observado no Quadro 3, o que remete à existência de uma lacuna no que tange essa temática e a importância de mais estudos realizados para contribuir com a literatura.

Quadro 3 — Resultados de pesquisas sobre a relação entre gerenciamento de resultados e Sustentabilidade Corporativa

	AUTOR(ES)	RESULTADOS DA PESQUISA
PESQUISAS INTERNACIONAIS	Hall e Stammerjohan (1997); Han e Wang (1998)	Relação positiva entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados.
	Chih, Shen e Kang (2008);	Relação negativa entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados.
	Prior, Surroca e Tribó (2008)	Relação positiva entre gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa; relação negativa entre a combinação gerenciamento de resultados, sustentabilidade corporativa e o desempenho financeiro.
	Hong e Andersen (2011)	Empresas com sustentabilidade corporativa são menos propensas a gerir os seus resultados.
	Heltzer (2011)	As empresas com pelo menos uma força ambiental não apresentaram relação com gerenciamento de resultados; as empresas com pelo menos uma preocupação ambiental apresentam relação positiva com gerenciamento de resultados; as empresas com várias preocupações ambientais apresentam gerenciamento de resultados maior do que as empresas com uma única preocupação ambiental.
	Kim, Park e Wier (2012)	Empresas com sustentabilidade corporativa são menos propensas à prática de gerenciamento de resultados.
	Ferrero (2013)	Relação negativa entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> e atividades operacionais; o mercado não é capaz de detectar o uso de práticas sustentáveis como uma ferramenta para evitar o impacto negativo do gerenciamento de resultados nos países onde o mercado de ações é fortemente desenvolvido.
	Fan (2013)	Empresas com sustentabilidade corporativa possuem relação negativa com gerenciamento de resultados; o desempenho dessas empresas não apresentou relação negativa significativa com gerenciamento de resultados.
	Salewski e Zülch (2014)	Empresas com sustentabilidade corporativa estão positivamente associadas com o grau de gerenciamento de resultados e negativamente associadas com o grau de conservadorismo; empresas com sustentabilidade corporativa estão negativamente associadas à qualidade nos lucros.
PESQUISAS NACIONAIS	Cho e Chun (2015)	Relação negativa entre empresas com sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais; uma boa governança corporativa fortalece negativamente a relação entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados operacionais.
	Silva (2014)	Relação negativa entre gerenciamento de resultados e a participação de empresas no ISE.
	Beuren e Rodrigues Junior (2014)	Relação positiva entre gerenciamento de resultados e fatores de sustentabilidade.

Fonte: Elaboração própria a partir de referências utilizadas na pesquisa.

2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

A divulgação de informações confiáveis é fundamental para a sustentabilidade corporativa das empresas, pois proporciona confiança aos usuários externos a respeito das operações da empresa (FAN, 2013). Segundo Dhaliwal *et al.* (2012), os investidores podem obter informações úteis por meio de divulgações não financeiras, como as atividades relacionadas à sustentabilidade corporativa.

Por meio de atividades socioambientais, a empresa é capaz de ganhar o apoio de uma variedade de grupos de interesse e pode melhorar sua imagem (HONG; ANDERSEN, 2011; FAN, 2013; FERRERO, 2013) e os gestores podem usar essas atividades para alcançar esses benefícios e restringir gerenciamento de resultados (KIM; PARK; WIER, 2012). Essa preocupação para as empresas melhorarem suas imagens pode ser explicada pela exigência cada vez maior dos *stakeholders* para que as empresas operem de maneira socialmente responsável (CHO; CHUN, 2015).

O estudo de gerenciamento de resultados é importante porque impacta nos dados financeiros divulgados (HELTZER, 2011, p.66). Segundo a autora, informações relacionadas à operação, investimento e desempenho financeiro de uma empresa, dentro da prática de gerenciamento de resultados podem ser distorcidas, levando as partes interessadas a tomarem decisões incorretas confiando nos dados financeiros.

Já para Kim, Park e Wier (2012), os gestores podem utilizar a sustentabilidade corporativa para melhorar a reputação da empresa e restringir o gerenciamento de resultados para reduzir os danos potenciais à sua reputação, o que é consistente com uma associação negativa entre fatores de sustentabilidade corporativa, e gerenciamento de resultados. Além disso, autores como Chih, Shen e Kang (2008), Hong e Andersen (2011), Kim, Park e Wier (2012), Fan (2013), Cho e Chun (2015) e Silva (2014) encontraram uma relação negativa entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados, demonstrando que a adoção de sustentabilidade corporativa na organização leva a uma qualidade maior das informações financeiras divulgadas.

De acordo com Cho e Chun (2015), há um conflito de direcionamento entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados por atividades reais, na medida em que as atividades de sustentabilidade corporativa enfatizam a gestão das partes interessadas e tentam aumentar o valor da empresa, enquanto manipulações operacionais são suscetíveis a diminuir a satisfação

das partes interessadas, distorcendo o ciclo operacional normal, e levando a um menor valor da empresa.

No entanto, são poucos os estudos sobre a relação entre sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados (CHI, 2008; HELTZER, 2011). Além disso, conforme o Quadro 3, é observada a divergência de resultados quanto aos estudos relacionados à sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados. Diante disso, propõem-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H₁: As companhias inseridas na carteira ISE gerenciam menos seus resultados mediante decisões operacionais.

H₂: Fatores de sustentabilidade corporativa estão negativamente relacionados com gerenciamento de resultados por decisão operacional.

Segundo Prior, Surroca e Tribó (2008), a utilização abusiva da sustentabilidade corporativa coloca em dúvida a eficiência das empresas no aspecto social, e os gerentes que recorrem a ajustes contábeis tendem a investir muito em atividades voltadas para sustentabilidade corporativa. De forma contrária, Ferrero (2013) acredita que a sustentabilidade corporativa pode estar ligada a melhores práticas internacionais, e a empresa traça objetivos e critérios ambientais destinados à preservação do meio ambiente.

Essas conclusões opostas de autores aliadas ao número ainda reduzido de pesquisas sobre o assunto incentiva a produção de novos estudos relacionados ao tema, e por isso esta pesquisa pode contribuir para decisões de usuários internos ou externos da organização no que tange à sustentabilidade corporativa, além de enriquecer a literatura brasileira sobre a temática de gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa.

De acordo com os resultados encontrados em pesquisas já realizadas, conforme Quadro 3, observou-se que os achados na temática gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa ainda são inconclusivos. Nesse sentido, para construir a hipótese de teste, optou-se por adotar a relação negativa entre fatores de sustentabilidade e as manipulações das decisões operacionais.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 CARACTERÍSTICA DA POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população é composta por empresas listadas na BM&FBOVESPA. Uma vez que, o objetivo da pesquisa é verificar a relação entre gerenciamento de resultados por manipulações operacionais e fatores de sustentabilidade corporativa das companhias, a carteira ISE foi utilizada como referência para a seleção de empresas com boas ações de sustentabilidade corporativa. Essa escolha se deu pelo fato de o ISE ser usado pela BM&FBOVESPA como indicador para melhores práticas sustentáveis empresariais. Nesse sentido, optou-se por utilizar as companhias que integraram a carteira ISE (total de 42 companhias) e as que nunca ingressaram (total de 162 companhias), totalizando 204 companhias conforme a Tabela 2, no período de 2005 a 2015.

Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro devido às diferenças nas práticas contábeis desse setor, e empresas do setor de energia elétrica diante das mudanças realizadas no setor pelo Estado no período de crise energética. Também foram excluídas as empresas que não possuíam informações suficientes para atender aos modelos econométricos da pesquisa e cujas contas apresentaram valores iguais a zero, por exemplo: custo do produto vendido (CPV), estoques, ativo total, receita líquida e lucro líquido e eram fundamentais para os modelos.

Além disso, o estudo conta com três amostras para verificar o comportamento do grau de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais. A primeira é nomeada **Não ISE**, totalizando 1266 observações (companhias-ano), é composta por companhias que não estiveram inseridas na carteira ISE. A segunda, com a nomenclatura de **ISE A**, totaliza 179 observações (companhias-ano) e diz respeito aos dados das companhias no período em que foi inserida na carteira ISE, e por fim, a terceira amostra, **ISE B**, com total de 341 observações (companhias-ano), representa as companhias que em algum período estiveram presentes na carteira ISE, ou seja, se no período de 2005 a 2015, a companhias participou de duas edições da carteira ISE, considerou-se todo o período analisado.

Já para a realização os testes estatísticos, utilizou-se duas amostras, **Geral** e a **ISE A**. A amostra geral, totaliza 1445 observações (companhias-ano) e é composta pelas companhias que ingressaram ou não na carteira ISE. Quanto a amostra **ISE A**, como explicado anteriormente, diz respeito às companhias que estiveram inseridas nas edições da carteira ISE.

Por fim, os dados da pesquisa foram coletados por meio do sistema *Comdinheiro* e pelos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade das empresas que foram objeto da pesquisa. Vale ressaltar que algumas companhias participantes da carteira ISE em determinado ano, podem ter sido excluídas da carteira pelo conselho deliberativo, sendo assim foi utilizada a última composição das carteiras divulgadas pela BM&FBOVESPA, conforme pode ser observado na Tabela 10, no Apêndice D.

Tabela 2 — Composição da amostra por setor

Setor	Nº de empresas	Percentual
Água e Saneamento	4	2%
Alimentos Processados	19	9%
Comércio	14	7%
Construção e Engenharia	39	19%
Diversos	11	5%
Holdings Diversificadas	6	3%
Madeira e Papel	8	4%
Máquinas e Equipamentos	11	5%
Material de Transporte	14	7%
Mineração	2	1%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6	3%
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	2	1%
Químicos	11	5%
Saúde	10	5%
Siderurgia e Metalurgia	16	8%
Telefonia Fixa	9	4%
Telefonia Móvel	3	1%
Transporte	19	9%
Total	204	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

3.2 MODELOS DE DETECÇÃO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS

Foram utilizados modelos econométricos elaborados por Dechow, Kothari e Watts (1998) e implementados por Roychowdhury (2006) para a realidade de atividades reais. Tais modelos também aplicados em pesquisas de autores como Paulo (2007), Martinez e Cardoso (2009), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013), Silva (2015). Os modelos estimam o nível normal das atividades operacionais da empresa, por sua vez, os resíduos das regressões refletem o nível anormal dessas atividades.

A detecção de gerenciamento de resultados por decisões operacionais se dá por meio dos resíduos (erro) da regressão, que representam um nível anormal das atividades reais da empresa, sendo, assim, uma *proxy* para essa forma de gerenciamento (PAULO, 2007, p. 135). As

variáveis estimadas nos modelos de produção anormal e despesas discricionárias, que serão discutidas com maior profundidade no próximo tópico, estão padronizadas pelo Ativo Total do início do período.

3.2.1 Modelo de Produção Anormal

O modelo de produção anormal mensura o comportamento dos custos de produção de uma empresa. O custo de produção, por sua vez, é composto pelo custo dos produtos produzidos e a variação dos estoques e devido a sua relação direta com as vendas, essas são as variáveis que compõem o modelo.

Segundo Roychowdhury (2006), um aumento anormal no nível de produção diminuiria os custos fixos por unidade, já que custos fixos não se alteram e seriam rateados por uma quantidade maior de unidades. Se essa redução nos custos não é compensada, o resultado será a redução do custo total por unidade, e declarando custos dos produtos vendidos (CPV) menores, a empresa pode divulgar maiores margens operacionais.

Além disso, aumentos/diminuições na produção que não estejam relacionados com aumentos/diminuições nas receitas, poderiam ser aumentos/diminuições anormais oriundos de manipulações operacionais com o fim de gerenciar os resultados. Nesse sentido, no modelo de produção anormal conforme Roychowdhury (2006) é representado pela Equação 1, a variável dependente é representada pelos custos de produção e as explicativas são relacionadas à receita.

$$\frac{PROD_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{R_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta R_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta R_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$PROD_{it}$: representa o custo de produção da companhia i no período t (resultado da soma do custo dos produtos vendidos (CPV) e da variação do estoque (estoque final no período t menos o estoque final no período $t - 1$), coletados da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e Balanço Patrimonial da companhia i no período t ; **AT_{it-1}** : ativo total da companhia i no final do período $t - 1$; **R_{it}** : receita líquida da companhia i no período t ; **ΔR_{it}** : variação da receita líquida da companhia i no período t em relação $t - 1$; **ΔR_{it-1}** : variação da receita líquida da companhia i no período $t - 1$ em relação $t - 2$; **ε_{it}** = resíduo da regressão (*proxy* para o gerenciamento por decisões operacionais) da companhia i no final do período t ; **$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4** : coeficientes estimados pela regressão.

3.2.2 Modelo de Despesas Discricionárias

O estudo de Roychowdhury (2006) também estabelece uma regressão para detectar possíveis anormalidades nas despesas das empresas, denominadas despesas discricionárias. As despesas que são objeto de estudos são as operacionais, compostas pelas despesas gerais e administrativas, com vendas, com pessoal, com Provisão de Devedores Duvidosos (PDD) e outras receitas administrativas e operacionais, presentes na DRE da companhia.

A lógica desse modelo é semelhante ao modelo de produção anormal, tais comportamentos anormais podem representar a prática de gerenciamento de resultados pelos gestores. Por exemplo: um aumento anormal das despesas pode indicar possível gerenciamento de resultados com o objetivo de reduzir o lucro ou o inverso, redução das despesas a fim de aumentar a lucratividade.

O modelo parte da premissa de que as despesas operacionais acompanham a receita da empresa, ou seja, o aumento ou redução das despesas devem ter o mesmo comportamento do aumento ou diminuição da receita. Nesse sentido, o modelo é composto pela despesa discricionária como variável dependente e as variações na receita como variáveis explicativas. O modelo de despesas discricionárias é apresentado da seguinte forma, conforme Roychowdhury (2006):

$$\frac{DESP_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{R_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

DESP_{it}: despesas operacionais (despesas gerais e administrativas, com vendas, com pessoal, com PDD e outras despesas operacionais e administrativas) da companhia *i* no período *t*; **AT_{it-1}**: ativo total da companhia *i* no final do período *t* - 1; **R_{it-1}**: receita líquida da companhia *i* no período *t* - 1; **ε_{it}**: resíduo da regressão (*proxy* para o gerenciamento por decisões operacionais) da companhia *i* no final do período *t*; **β₀, β₁ e β₂**: coeficientes estimados pela regressão.

Dessa forma, os resíduos gerados através dos modelos de produção anormal (Equação 1) e despesas discricionárias (Equação 2) são transformados em absoluto e referem-se às *proxies* de gerenciamento de resultado por decisões operacionais da companhia e serão representados pelas nomenclaturas GDO 1 e GDO 2, respectivamente.

3.2.3 Manipulações Operacionais Agrupadas

No estudo de Zang (2012), é elaborada mais uma métrica de gerenciamento de resultados por decisões operacionais, resultante da união do modelo de produção anormal e despesas discricionárias, essa métrica também foi adotada para este estudo. Portanto, a terceira métrica é representada pela soma dos valores calculados para as manipulações operacionais entre os dois modelos apresentados, conforme a Equação 3.

$$GDO3_{it} = (GDO1_{it} + ((GDO2_{it}) * (-1))) \quad (3)$$

GDO3_{it}: métrica de gerenciamento de resultados por manipulações operacionais agrupadas da companhia *i* no período *t*; ***GDO1_{it}***: resíduo da regressão do modelo de produção anormal; ***GDO2_{it}***: resíduo da regressão do modelo de despesas discricionárias da empresa ativo total da companhia *i* no final do período *t*.

As etapas para o cálculo do modelo de manipulações agrupadas, conforme Equação 3, seguiu a mesma aplicação utilizada nos estudos de Roychowdhury (2006), Zang (2012) e Silva (2015). O primeiro passo foi multiplicar os resíduos do modelo de despesas discricionárias - GDO 2 por -1, com o objetivo dos resíduos se comportarem na mesma intenção que os resíduos do modelo de produção anormal – GDO 1, em seguida foi realizada a somatória de GDO 1 e GDO 2, e os valores obtidos foram transformados em absoluto, representando o GDO 3.

Esse cálculo é necessário pois as possíveis manipulações operacionais podem ser detectadas de acordo com o sinal do resíduo encontrado. Por um lado, o sinal do resíduo relacionado ao modelo de produção anormal encontrado for positivo, é um indicativo que a empresa está aumentando seu estoque, refletindo na redução do custo do produto e assim ocasionando um aumento no lucro do período. Portanto, resíduos com sinais positivos para modelo de produção anormal indica manipulações operacionais a fim de aumento o resultado da empresa.

Por outro lado, o resíduo positivo no modelo de despesas discricionárias age em direção contrária ao modelo de produção anormal, pois valores positivos representam um aumento anormal das despesas, reduzindo o lucro da entidade. Dessa forma, os sinais dos resíduos dos modelos de produção anormal e despesas discricionárias apresentam manipulações com intenções contrárias. A mesma lógica foi utilizada nas pesquisas de Roychowdhury (2006), Zang (2012) e Silva (2015).

Segundo os autores Roychowdhury (2006) e Zang (2012), a correlação esperada entre os dois resíduos dos modelos é negativa, pois é possível que os gestores utilizem as duas formas para gerenciar os resultados por decisões operacionais, seja pela produção anormal ou pelas despesas

discricionárias. Como era previsto, por meio do coeficiente de correlação de Pearson, conforme a Tabela 8 do Apêndice E, foi encontrada uma correlação negativa significativa entre os resíduos dos modelos de produção anormal e de despesas discricionárias no valor de -0,5505 ($p = 0,000$). Esse achado corrobora a perspectiva de que os gestores se utilizam conjuntamente destas duas práticas de gerenciamento de resultados por manipulações operacionais.

3.2.4 Modelo Estimado na Pesquisa

Para o modelo estimado na pesquisa, referente às hipóteses 2 e 3, foram utilizadas as três métricas de gerenciamento de resultados calculadas através dos resíduos dos modelos de produção anormal, despesas discricionárias e modelo agrupado, e representam as variáveis dependentes no modelo de estimação da pesquisa, sendo elas nomeadas em GDO 1, GDO 2 e GDO 3, conforme o Quadro 4. A análise de regressão em painel utilizada se deu pelo modelo *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS). Para Petersen (2009), como a maioria dos conjuntos de dados do painel tem mais empresas do que anos, a abordagem indicada é realizar a regressão com erros-padrão robusto *clusterizados* por indústria e pelo ano.

Quadro 4 — Métricas de gerenciamento de resultados

Métricas	Descrição
GDO 1	Grau de gerenciamento de resultados por decisões operacionais decorrentes do modelo de produção anormal em absoluto.
GDO 2	Grau de gerenciamento de resultados por decisões operacionais decorrentes do modelo de despesas discricionárias em absoluto.
GDO 3	Grau de gerenciamento de resultados por decisões operacionais agrupadas (produção anormal e despesas discricionárias) em absoluto.

Fonte: Elaboração própria.

O modelo de estimação da pesquisa é representado pela Equação 4, com o objetivo de testar as hipóteses já apresentadas nesta dissertação. O termo GR na Equação 4 é representado pelas três métricas de gerenciamento de resultados expostas no Quadro 4, logo, as métricas GDO 1, 2 e 3 representam as variáveis dependentes do modelo estimado abaixo:

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 PREJ_{it} + \beta_4 CRISE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 END_{it} + (4) \\ \beta_8 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

3.3 VARIÁVEIS DO MODELO ESTIMADO NA PESQUISA

3.3.1 Variáveis Explicativas

Com base na Equação 4, quatro variáveis estão diretamente e indiretamente relacionadas com a proposta da pesquisa, sendo elas: **ISE**, **SCGRI**, **PREJ** e **CRISE**.

3.3.1.1 Índice de Sustentabilidade Empresarial (**ISE**)

A variável **ISE** trata de uma *dummy* que indica a presença das empresas na carteira ISE da BM&FBOVESPA, e possui o valor 1 para presença na carteira ISE, e valor 0 caso contrário. Considerando que a ISE possui dimensão econômica, ambiental e social, e as companhias inseridas na carteira são consideradas com melhores práticas de sustentabilidade empresarial da BM&FBOVESPA, essa variável está incluída nos fatores de sustentabilidade corporativa, objeto de estudo desta dissertação. Assim como no estudo de Silva (2014), espera-se que a variável **ISE** tenha relação negativa com gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais.

3.3.1.2 Sustentabilidade Corporativa com base na GRI (**SCGRI**)

A variável **SCGRI** trata-se de uma *dummy* que indica a presença de indicadores da categoria econômica, ambiental e social das diretrizes da GRI, conforme os quadros 7, 8 e 9 nos apêndices A, B e C, respectivamente, nos relatórios de sustentabilidade das companhias objeto de estudo. Possui o valor 1 para a divulgação das informações da categoria econômica, ambiental e social sugeridos pela GRI nos relatórios anuais ou de sustentabilidade, e valor 0, caso contrário. Optou-se por utilizar a variável **SCGRI**, por representar os fatores de sustentabilidade corporativa, contidos nas categorias: econômico, ambiental e social da GRI, sendo essa uma referência mundial para a elaboração de relatórios de sustentabilidade. Assim como no estudo de Chih, Shen e Kang (2008); Fan (2013); Ferrero (2013); Cho e Chun (2015), espera-se que essa variável afete negativamente o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais.

3.3.1.3 Crise Econômica (**CRISE**)

A variável **CRISE** trata-se de uma *dummy* que indica a evidenciação dos dados financeiros no período da crise econômica nos Estados Unidos e que afetou a bolsa de valores no Brasil, no período entre 2008 e 2009. Possui o valor 1 para a divulgação das informações da categoria ambiental nos relatórios anuais ou de sustentabilidade, e valor 0, caso contrário. É prevista uma relação positiva entre a variável **CRISE** e a prática de gerenciamento de resultados, haja vista que essa prática pode ter sido utilizada para que as companhias não reportassem suas perdas nos resultados.

3.3.1.4 Prejuízo (**PREJ**)

A variável **PREJ** trata-se de uma *dummy* que indica a presença de prejuízo nos dados financeiros da companhia i no tempo t . Possui o valor 1 para a presença de prejuízo, e valor 0, caso contrário. Considerando que é possível os gestores, para atender seus interesses, aumentem as despesas de maneira anormal visando a redução de lucro, espera-se que a variável **PREJ** apresente relação positiva com a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais.

3.3.2 Variáveis de Controle

Além das variáveis explicativas da pesquisa apresentadas no tópico 3.3.1, o modelo estimado da pesquisa, ilustrado na equação 4, também conta com quatro variáveis de controle que possuem o objetivo de aumentar o poder de estimação da regressão. São elas:

3.3.2.1 Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (**ROE**)

A variável **ROE** é representada pelo retorno sobre o patrimônio líquido da companhia i no período t , calculado como o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido da companhia i no período t . A utilização da variável **ROE** no modelo se justifica por meio de trabalhos como Kothari, Leone e Wasley (2005), que indicam que o desempenho da companhia pode ter alguma relação com o gerenciamento de resultados. Para Orlitzky *et al.* (2003) e Fan (2013), empresas rentáveis têm mais recursos financeiros para atividades relacionadas à sustentabilidade corporativa do que as empresas menos rentáveis. O estudo de Nardi e Nakao (2009) sobre as

empresas brasileiras de capital aberto no período de 1996 a 2007, encontram relação positiva entre gerenciamento de resultados e desempenho. Já os achados de Cho e Chun (2015) evidenciaram relação negativa entre o desempenho e gerenciamento de resultados e na pesquisa de Silva (2015) não houve relação entre desempenho e gerenciamento de resultados. Assim como na pesquisa de Cho e Chun (2015), espera-se que essa variável de desempenho **ROE** apresente relação negativa com a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais.

3.3.2.2 Tamanho (**TAM**)

A variável **TAM** é representada pelo logaritmo natural do Ativo Total das empresas, com a finalidade de capturar o tamanho da empresa. A utilização da variável **TAM** no modelo se justifica por meio de trabalhos como Watts e Zimmerman (1990) e Gu, Lee e Rosett (2005) que indicam que o tamanho da companhia pode ter alguma relação com o gerenciamento de resultados. Nos resultados da pesquisa de Fan (2013), o tamanho da empresa apresenta relação positiva com sustentabilidade corporativa. Já nos estudos de Chi, Shen e Kang (2008) e Cho e Chun (2015), a relação entre o tamanho da empresa e gerenciamento de resultados foi negativa. Isso pode ser dado pelo fato de companhias maiores serem mais visadas por analistas e por possuírem mecanismos de governança corporativa mais eficientes. Nesse sentido, é esperada uma relação negativa para a variável **TAM** em manipulações operacionais.

3.3.2.3 Endividamento (**END**)

A variável **END** é representada pela soma das dívidas de curto e longo prazos (passivo circulante e passivo não circulante) dividida pelo ativo total da empresa i no período t . Essa lógica também está de acordo com a hipótese do endividamento (WATTS; ZIMMERMAN, 1986) que prevê que companhias com maiores índices de alavancagem financeira terão maiores incentivos para gerenciar os resultados. Já para Dechow e Skinner (2000); Chi, Shen e Kang (2008) e Fan (2013), empresas com alta alavancagem financeira são menos propensas à prática de gerenciamento de resultados. Martinez e Cardoso (2009) e Coelho e Lopes (2007) identificaram relação negativa entre manipulações operacionais e endividamento em seus estudos. É previsto que a variável **END** tenha relação negativa com as manipulações operacionais, agindo como incentivo para os gestores mostrarem aos *stakeholders* uma alta alavancagem financeira.

3.3.2.4 Market-to-book (**MTB**)

A variável **MTB** é representada pelo índice *market-to-book* da empresa *i* no período *t*, calculado como o valor de mercado da companhia *i* em 31 de dezembro do período *t*, dividido pelo seu valor patrimonial no final no período *t*. A utilização dessa variável no modelo se justifica por meio dos resultados de trabalhos realizados no Brasil, como Cupertino (2013), Reis (2014) e Silva (2015), que indicam uma relação entre **MTB** e as práticas de gerenciamento de resultados. O estudo de Chi, Shen e Kang (2008) e Cho e Chun (2015) apontou relação negativa entre **MTB** e gerenciamento de resultados, tais resultados estão de acordo com o estudo de Zang (2012), que afirma o fato de que empresas com baixos índices **MTB** não tenham incentivos para gerenciar os resultados por *accruals*, entretanto, considerando que as manipulações operacionais são mais difíceis de serem identificadas, é esperado nesse estudo a variável **MTB** seja um incentivo à prática de gerenciamento de resultados, assim como no estudo de Silva (2015). Dessa forma, o Quadro 5, demonstra o resumo das variáveis utilizadas.

Quadro 5 — Resumo das variáveis do modelo de estimação da pesquisa

Sigla	Fórmula/Descrição	Estudos c/ as variáveis
Variável Dependente		
GR	Métrica de gerenciamento de resultados	
Variáveis Explicativas		
ISE	1 para presença de empresas na carteira, e 0 caso contrário.	Silva (2014).
SCGRI	1 para divulgação de algum indicador nas categorias econômica, ambiental e social da GRI nos relatórios anuais de sustentabilidade, e 0 caso contrário.	Heltzer (2011) e Beuren e Rodrigues Junior (2014).
PREJ	1 para presença de prejuízo, e 0 caso contrário.	
CRISE	1 para os dados financeiros no período de 2008 e 2009, e 0 caso contrário.	
Variáveis de Controle		
ROE	$(\text{Lucro líquido})/(\text{Patrimônio Líquido})$	Orlitzky <i>et al.</i> (2003); Nardi e Nakao (2009); Fan (2013); Cho e Chun (2015); Silva (2015).
TAM	$\ln \text{Ativo total}$	Chi, Shen e Kang (2008); Ferrero (2013); Cho e Chun (2015); Silva (2014); Silva (2015).
END	$(\text{Passivo circulante} + \text{passivo não circulante})/(\text{Ativo total})$	Dechow e Skinner (2000); Martinez e Cardoso (2009) e Coelho e Lopes (2007); Chi, Shen e Kang (2008); Ferrero (2013); Cho e Chun (2015) e Silva (2015).
MTB	$(\text{Valor de mercado})/(\text{Valor patrimonial})$	Chi, Shen e Kang (2008); Cupertino (2013); Reis (2014); Cho e Chun (2015) e Silva (2015);

Fonte: Elaboração própria por meio de referências utilizadas na pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

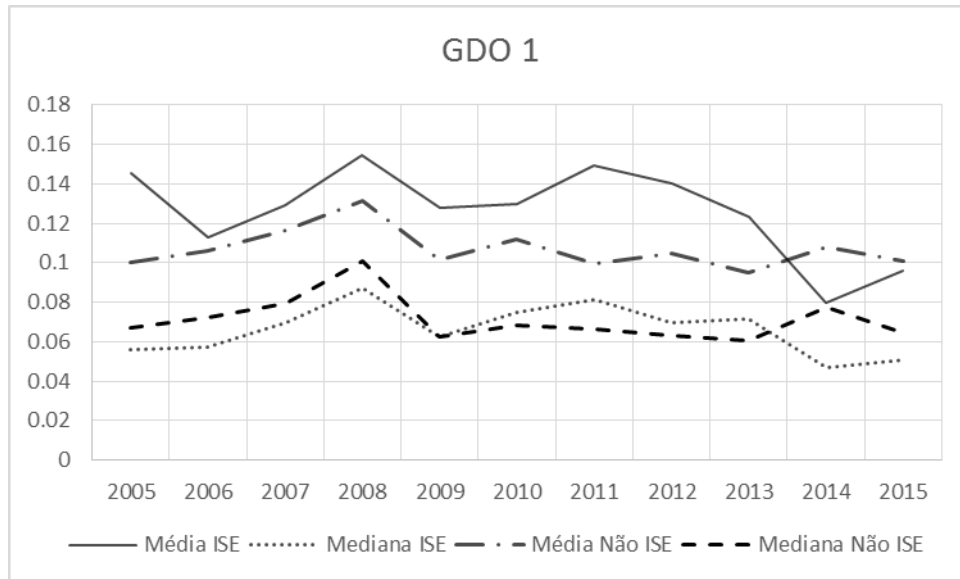
4.1 COMPORTAMENTO DO GRAU DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS MEDIANTE DECISÕES OPERACIONAIS NO PERÍODO DE 2005 A 2015

Para analisar o comportamento do grau de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais das empresas no período de 2005 a 2015, foram utilizadas as três métricas de gerenciamento de resultados (GDO 1, GDO2 e GDO 3), já calculadas por meio do resíduo das regressões dos modelos de produção anormal e despesas discricionárias e agrupado (resultado da soma dos modelos de produção anormal e despesas discricionárias) e colocadas em absoluto.

Além disso, foram utilizadas três amostras para analisar o comportamento do gerenciamento de resultados. A primeira contém as companhias que nunca ingressaram na carteira ISE e as que em algum momento fizeram parte da carteira, mas considerada as informações dos períodos em que não estiveram na carteira, por exemplo, caso a entidade tenha participado de apenas uma edição da carteira ISE, os anos em que as companhias não participaram da carteira estão nessa amostra, e essa amostra será nomeada como **Não ISE**. A segunda amostra é referente às companhias nos períodos em que elas estiveram na carteira ISE, atribuído o nome de **ISE A**. Por fim, a terceira amostra, chamada de **ISE B**, é composta pelas companhias que em algum período estiveram inseridas na carteira ISE, ou seja, a companhia que participou de apenas uma edição da carteira, considerou-se as informações de todos os períodos, entre 2005 e 2015. Em seguida os valores dos graus de Gerenciamento de Resultados (GR) foram classificados por ano, e então calculada a média e mediana dos GRs por ano.

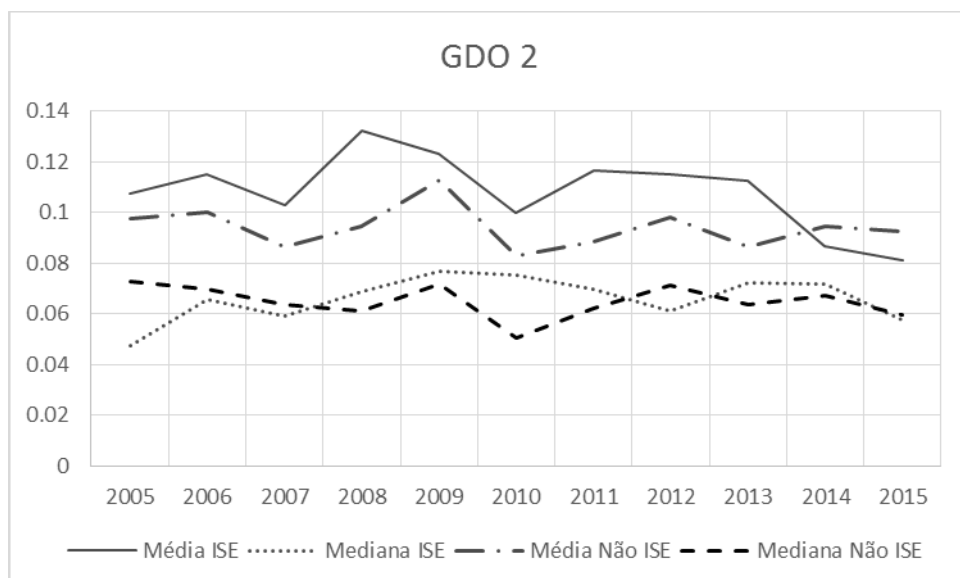
Os próximos Gráficos de números 1, 2 e 3, são referentes as amostras **ISE A** e **Não ISE**. Nesse sentido, os gráficos representam o comportamento do grau de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, das as companhias no período em que estiveram inseridas na carteira ISE e das que não estiveram na carteira. Além disso, cada gráfico é referente a um modelo de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, ou seja, modelo de produção anormal (GDO 1), modelo de despesas discricionárias (GDO 2) e modelo agrupado (GDO 3).

Gráfico 1 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de produção anormal



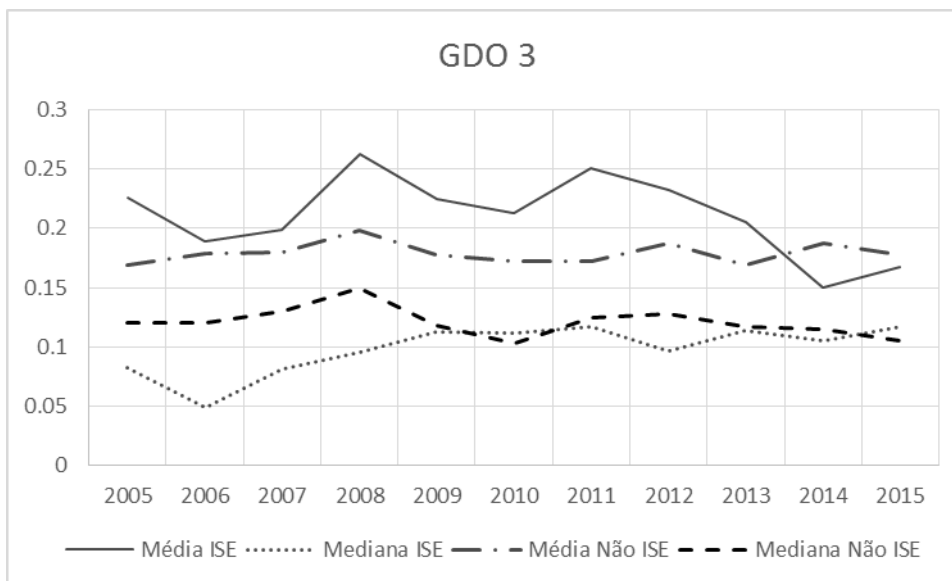
Nota: média **ISE A** e mediana **ISE A**: referentes ao grau de gerenciamento de resultados das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015; média **Não ISE** e mediana **Não ISE**: referentes ao grau de gerenciamento de resultado das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE e das companhias que nunca estiveram presentes na carteira ISE, no período de 2005 a 2015.
Fonte: Resultados da pesquisa.

Gráfico 2 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de despesas discricionárias



Nota: média **ISE A** e mediana **ISE A**: referentes ao grau de gerenciamento de resultados das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015; média **Não ISE** e mediana **Não ISE**: referentes ao grau de gerenciamento de resultado das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE e das companhias que nunca estiveram presentes na carteira ISE, no período de 2005 a 2015.
Fonte: Resultados da pesquisa.

Gráfico 3 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo agrupado



Nota: média **ISE A** e mediana **ISE A**: referentes ao grau de gerenciamento de resultados das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015; média **Não ISE** e mediana **Não ISE**: referentes ao grau de gerenciamento de resultado das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE e das companhias que nunca estiveram presentes na carteira ISE, no período de 2005 a 2015.

Fonte: Resultados da pesquisa.

De acordo com os Gráficos 1, 2 e 3, no período de 2005 a 2015, observa-se que as companhias inseridas na carteira ISE, apresentaram médias de GR relativas aos modelos GDO 1, 2 e 3, maiores do que as entidades que não estão ingressas na carteira. Entretanto esse comportamento se altera após o período de 2013, em que as médias **ISE A** foram menores do que as médias **Não ISE**. Além disso, os três gráficos evidenciam comportamento equivalente no período de 2008, em que os graus de gerenciamento de resultados demonstraram os maiores valores em todas as médias e medianas. Esse comportamento dos GRs pode ser explicado devido à crise econômica entre os períodos de 2008 e 2009, e as companhias, para não reportar perdas em seus resultados, podem ter praticado gerenciamento de resultados.

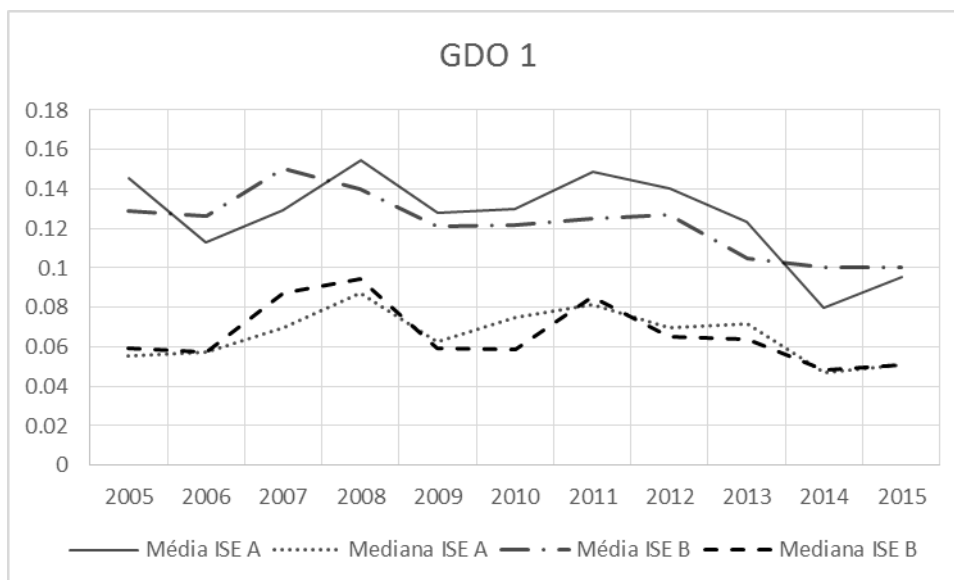
Já as medianas dos GRs das companhias **ISE A** e **Não ISE**, não seguiram o mesmo comportamento similar observado nas médias dos três modelos de manipulações operacionais. A mediana do GR das companhias **ISE A** se mostrou superior em relação às companhias **Não ISE**, no período de 2009 a 2013 no modelo GDO 1, conforme o Gráfico 1. No modelo GDO 2, com base no Gráfico 2, detectou-se um aumento da mediana dos GRs das companhias **ISE A**, nos períodos de 2008 a 2011, e entre 2013 e 2014. Entretanto, o Gráfico 3, referente ao

modelo GDO 3, as companhias **ISE A** apresentaram medianas dos GRs maiores apenas em 2010 e 2015, em relação às organizações **Não ISE**.

Os próximos Gráficos 4, 5 e 6, dizem respeito exclusivamente as companhias que em algum momento ingressaram na carteira, no período de 2005 a 2015. As amostras utilizadas foram a **ISE A** e a **ISE B**, ou seja, usou-se o critério de quando as companhias não apresentaram boas práticas sustentáveis e quando houve esse fato. Assim, se a companhia x participou de quatro edições da carteira ISE e em seis não houve participação, os dados das quatro edições serão representados pela média e mediana **ISE A** e das seis edições pela média e mediana **ISE A**.

De acordo com o Gráfico 4, percebe-se que os maiores graus de gerenciamento de resultados foram detectados em 2008 e 2011. O período de 2008 pode ser atribuída a mesma explicação fornecidas aos gráficos anteriores, a crise econômica, e no período de 2011 pode estar relacionado ao processo de convergência das normas contábeis internacionais, a IFRS. Sendo assim, as companhias podem gerenciar seus resultados com o objetivo de evitar que suas perdas fossem reportadas.

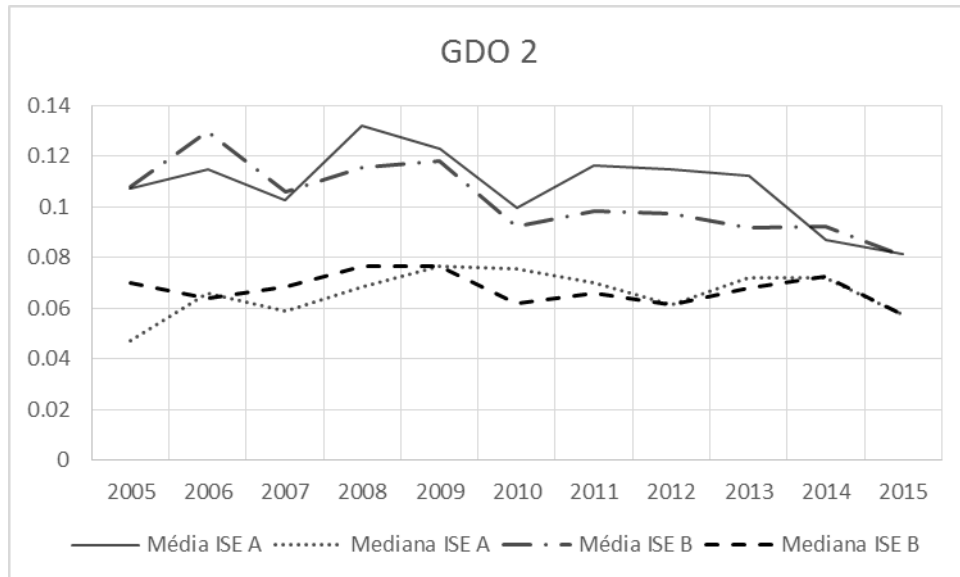
Gráfico 4 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de produção anormal



Nota: média **ISE A** e mediana **ISE A**: é referente ao grau de gerenciamento de resultados das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015; média **ISE B** e mediana **ISE B**: é referente ao grau de gerenciamento de resultado das companhias que em algum ano estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015.

Fonte: Dados da pesquisa.

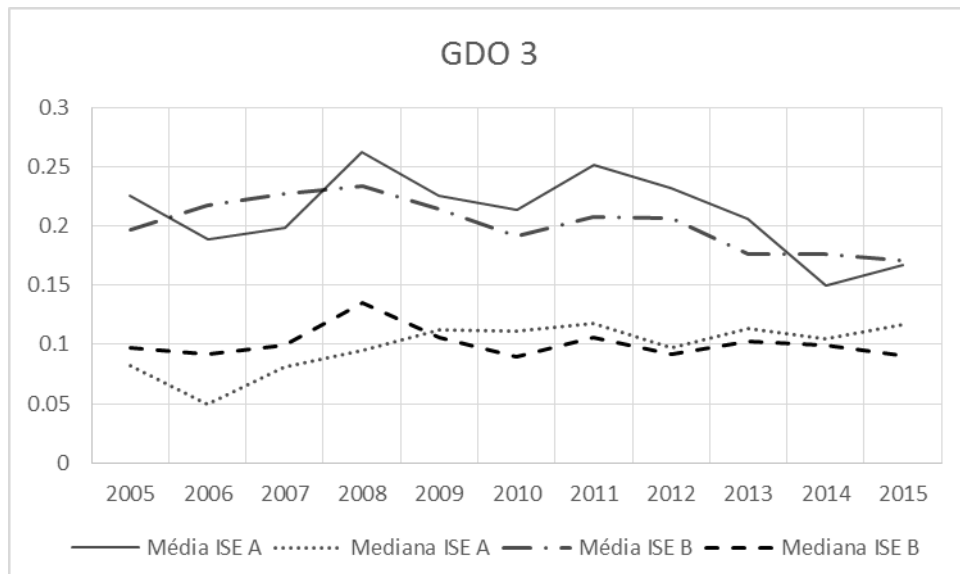
Gráfico 5 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo de despesas discricionárias



Nota: média **ISE A** e mediana **ISE A**: é referente ao grau de gerenciamento de resultados das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015; média **ISE B** e mediana **ISE B**: é referente ao grau de gerenciamento de resultado das companhias que em algum ano estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015.

Fonte: Dados da pesquisa.

Gráfico 6 — Comportamento do grau de gerenciamento de resultados referente ao modelo agrupado



Nota: média **ISE A** e mediana **ISE A**: é referente ao grau de gerenciamento de resultados das companhias no ano em que estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015; média **ISE B** e mediana **ISE B**: é referente ao grau de gerenciamento de resultado das companhias que em algum ano estiveram inseridas na carteira ISE, no período de 2005 a 2015.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os gráficos 5 e 6, é observado que o modelo GDO 2, possui maiores graus de gerenciamento de resultados no período de 2006 e 2008 e o modelo GDO 3, apenas em 2008. Em 2006, foi marcado pelo início da divulgação das carteiras da ISE, é possível que tal notícia tenha incentivado as companhias a gerenciarem seus resultados para ingressarem na carteira. Já o período de 2008 é explicado pela crise econômica mundial entre 2008 e 2009.

O comportamento similar identificado nos graus de gerenciamento de resultados das companhias com boas práticas sustentáveis, como nos períodos de 2008, 2011, 2014 e 2015 se embasa na literatura da teoria da legitimidade e isomorfismo, abordada pelos autores O'Donovan (2002), Meyer e Rowan (1977), Carruthers (1995) e Beckert (1999). Esse fato sugere que não só as estruturas organizacionais tendem a ser semelhantes, mas também dados financeiros como o grau de gerenciamento de resultados, da mesma maneira que ocorre com os relatórios anuais de sustentabilidade.

4.2 MODELO ESTIMADO NA PESQUISA

Para o modelo estimado na pesquisa, o primeiro passo foi captar os graus de gerenciamento, que formam as três métricas de gerenciamento de resultados, GDO1, GDO 2 e GDO 3 e são as variáveis dependentes no modelo estimado, representado pela Equação 4.

A Tabela 3, trata-se da estatística descritiva do modelo estimado sugerido neste estudo, sendo que na tabela é exposto o painel A e B, em que o painel A demonstra os dados da amostra geral e o painel B, é referente à amostra das companhias ingressas na carteira ISE. Sendo assim, observa-se na Tabela 3, que os desvios padrões das variáveis do painel A não apresentaram valores discrepantes, sendo que no painel B, apenas a variável **MTB** apresentou desvio padrão alto. Além disso, verifica-se a presença de prejuízo na amostra, e para isso foi incluída a variável **PREJ**. A variável **SCGRI** apresentou uma média superior no painel B em relação ao painel A.

Tabela 3 — Estatística descritiva

Painel A: Amostra geral					
Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
GDO 1	1445	0,1089	0,1245	0,0006	0,9995
GDO 2	1445	0,0955	0,1083	0,0001	1,0660
GDO 3	1445	0,1827	0,2083	0,0002	1,6631
ISE	1445	0,1239	0,3296	0,0000	1,0000
SCGRI	1445	0,2346	0,4239	0,0000	1,0000
PREJ	1445	0,2035	0,4027	0,0000	1,0000
CRISE	1445	0,1965	0,3975	0,0000	1,0000
TAM	1445	21,4236	1,8944	15,4062	27,5258
MTB	1445	1,8934	2,7630	-23,8627	31,6360
END	1445	0,6937	0,6527	0,0168	8,9492
ROE	1445	0,0794	0,3984	-6,6173	2,6847
Painel B: Amostra de companhias inseridas na carteira ISE					
GDO 1	179	0,1232	0,1883	0,0006	0,9853
GDO 2	179	0,1065	0,1291	0,0051	0,6778
GDO 3	179	0,2068	0,3232	0,0002	1,6631
SCGRI	179	0,8045	0,3977	0,0000	1,0000
PREJ	179	0,1061	0,3089	0,0000	1,0000
CRISE	179	0,1341	0,3417	0,0000	1,0000
TAM	179	23,2551	1,3025	19,6417	26,5684
MTB	179	3,1478	4,2348	0,0218	31,6360
END	179	0,5764	0,1234	0,2776	0,8853
ROE	179	0,1379	0,1890	-0,6772	0,7612

Nota: **GDO 1**: grau de gerenciamento de resultados por produção anormal em absoluto da companhia i no período t ; **GDO 2**: grau de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias em absoluto da companhia i no período t ; **GDO 3**: grau de gerenciamento de resultado pelo modelo agrupado da companhia i no período t ; **ISE**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que ingressaram na carteira ISE no período t , e valor 0 caso contrário; **SCGRI**: variável *dummy* que possui valor 1 para divulgação de informações da categoria econômica, ambiental e social da GRI da companhia i no período t ; **PREJ**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que evidenciaram prejuízo, e valor 0 caso contrário; **CRISE**: *dummy* que possui valor 1 para informações divulgadas entre 2008 e 2009, e valor 0 caso contrário; **TAM**: logaritmo natural do ativo total da companhia i no período t ; **MTB**: *Market-to-book* da companhia i no período t ; **END**: grau de endividamento da companhia i no período t ; **ROE**: retorno sobre o patrimônio líquido da companhia i no período t .

Em seguida, foi realizado um teste de correlação de *person* entre as variáveis a fim de identificar possíveis problemas de colinearidade. Como pode ser observado na Tabela 4, não há problemas graves de colinearidade entre as variáveis *dummies* e métricas dos modelos de especificação da pesquisa, visto que nenhuma das variáveis apresentou correlação maior que 0,7. Também foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) em que todos os modelos apresentaram valor abaixo de 10, demonstrando ausência de multicolinearidade conforme abordado por Gujarati (2011).

As variáveis relacionadas a fatores de sustentabilidade corporativa, **ISE** e **SCGRI**, com base na matriz de correlação exposta na Tabela 4, apresentaram relação positiva significativa com a

prática de gerenciamento de resultados, em que somente no modelo GDO 2 da amostra geral, a variável *ISE* não apresentou significância.

Tabela 4 — Matriz de correlação entre as variáveis do modelo estimado

Painel A: Matriz de correlação das variáveis <i>dummies</i> com base na amostra geral							
Variáveis	GDO 1	GDO 2	GDO 3	ISE	SCGRI	PREJ	CRISE
GDO 1	1						
GDO 2	0.6326***	1					
GDO 3	0.8883***	0.8393***	1				
ISE	0.0434*	0.0381	0.0435*	1			
SCGRI	0.1072***	0.0436*	0.0986***	0.5057***	1		
PREJ	-0.0227	-0.0405	-0.0339	-0.0909***	-0.0891***	1	
CRISE	0.0368	0.0475*	0.0229	-0.0591**	-0.0396	-0.0034	1
Painel B: Matriz de correlação das variáveis métricas com base na amostra geral							
Variáveis	GDO 1	GDO 2	GDO 3	TAM	MTB	END	ROE
GDO 1	1						
GDO 2	0.6326***	1					
GDO 3	0.8883***	0.8393***	1				
TAM	-0.0813***	-0.1383***	-0.1004***	1			
MTB	0.2474***	0.1882***	0.2389***	0.1324***	1		
END	0.0678***	0.1054***	0.0266	-0.2633***	-0.1296***	1	
ROE	0.0949***	0.1065***	0.0808***	0.0238	0.1368***	0.0469*	1
Painel C: Matriz de correlação das variáveis <i>dummies</i> com base na amostra de companhias inseridas na carteira ISE							
Variáveis	GDO 1	GDO 2	GDO 3	SCGRI	PREJ	CRISE	
GDO 1	1						
GDO 2	0.9526***	1					
GDO 3	0.9828***	0.9753***	1				
SCGRI	0.1899**	0.1327*	0.2018***	1			
PREJ	-0.0909	-0.0896	-0.0702	-0.1242*	1		
CRISE	0.0492	0.0725	0.0560	0.0700	0.0773	1	
Painel D: Matriz de correlação das variáveis métricas com base na amostra de companhias inseridas na carteira ISE							
Variáveis	GDO 1	GDO 2	GDO 3	TAM	MTB	END	ROE
GDO 1	1						
GDO 2	0.9526***	1					
GDO 3	0.9828***	0.9753***	1				
TAM	-0.2279***	-0.2453***	-0.2314***	1			
MTB	0.6361***	0.5765***	0.5906***	-0.3401***	1		
END	0.1932***	0.2069***	0.1961***	-0.0944	0.1971***	1	
ROE	0.6712***	0.6385***	0.6239***	0.4075***	0.6727***	0.0953	1

Nota: ***, ** e *: significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. **GDO 1**: grau de gerenciamento de resultados por produção anormal em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 2**: grau de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 3**: grau de gerenciamento de resultado pelo modelo agrupado da companhia *i* no período *t*; **ISE**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que ingressaram na carteira ISE no período *t*, e valor 0 caso contrário; **SCGRI**: variável *dummy* que possui valor 1 para divulgação de informações da categoria econômica, ambiental e social da GRI da companhia *i* no período *t*; **PREJ**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que evidenciaram prejuízo, e valor 0 caso contrário; **CRISE**: *dummy* que possui valor 1 para informações divulgadas entre 2008 e 2009, e valor 0 caso contrário; **TAM**: logaritmo natural do ativo total da companhia *i* no período *t*; **MTB**: *Market-to-book* da companhia *i* no período *t*; **END**: grau de endividamento da companhia *i* no período *t*; **ROE**: retorno sobre o patrimônio líquido da companhia *i* no período *t*.

Para identificar possível diferenças dos graus de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais em companhias inseridas na ISE, que possuem indicadores de sustentabilidade corporativa com base na GRI, com prejuízo ou presente no período da crise econômica de 2008. Foi realizado teste de diferença de médias, conforme a Tabela 5 a seguir:

Tabela 5 — Teste de médias entre as variáveis dependentes GDO 1, GDO 2 e GDO 3 e as variáveis *dummies*

Painel A: Modelo de produção anormal – GDO 1			
Variáveis	t	df	Sig.
ISE	-1.6498	-0.0164	0.0992
SCGRI	-4.0952	-0.0315	0.0000
PREJ	0.8641	0.0090	0.3877
CRISE	-1.4003	-0.0115	0.1616
Painel B: Modelo de despesas discricionárias – GDO 2			
ISE	-1.4490	-0.0125	0.1476
SCGRI	-1.6584	-0.0111	0.0974
PREJ	1.5396	0.0109	0.1239
CRISE	-1.8076	-0.0129	0.0709
Painel C: Modelo agrupado – GDO 3			
ISE	-1.6556	-0.0275	0.0980
SCGRI	-3.7628	-0.0484	0.0002
PREJ	1.2880	0.0175	0.1979
CRISE	-0.8708	-0.0120	0.3840

Nota: **GDO 1**: grau de gerenciamento de resultados por produção anormal em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 2**: grau de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 3**: grau de gerenciamento de resultado pelo modelo agrupado da companhia *i* no período *t*; **ISE**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que ingressaram na carteira ISE no período *t*, e valor 0 caso contrário; **SCGRI**: variável *dummy* que possui valor 1 para divulgação de informações da categoria econômica, ambiental e social da GRI da companhia *i* no período *t*; **PREJ**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que evidenciaram prejuízo, e valor 0 caso contrário; **CRISE**: *dummy* que possui valor 1 para informações divulgadas entre 2008 e 2009, e valor 0 caso contrário.

De acordo com a Tabela 5, as médias dos graus de gerenciamento de resultados, no modelo GDO 1 e 3, das companhias inseridas na **ISE** são estatisticamente diferentes das médias das empresas que não estiveram presentes na carteira. As companhias que divulgam informações relativas à sustentabilidade corporativa, representadas pela variável **SCGRI**, também demonstraram médias diferentes em relação às companhias que não divulgam tais informações, entretanto, as médias entre as empresas da variável **SCGRI** foram diferentes nos modelos GDO 1, 2 e 3. As companhias com ou sem prejuízo, que diz respeito à variável **PREJ**, não demonstraram médias de manipulações operacionais diferentes, e a variável **CRISE**, quanto às companhias presentes ou não no período da crise econômica, demonstraram níveis de gerenciamento de resultados apenas no modelo GDO 2.

As próximas tabelas, são referentes aos resultados da regressão. Para a detecção da relação entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e fatores de sustentabilidade corporativa das companhias listadas na BM&FBOVESPA, foram realizadas três análises de regressão pelo modelo *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) em painel, com erros-padrão robustos *clusterizados* pelo setor e ano. Além disso, a escolha da estimação por cluster pela indústria e o ano possibilita erros-padrão mais precisos, conforme Thompson (2011). Esse método também foi aplicado nas pesquisas de Fávero (2013) e Almeida e Dalmácio (2015). A Tabela 6 contém resultados do modelo estimado, da amostra geral, com e sem a variável **ISE**.

De acordo com a Tabela 6, é observado que não houve alterações significativas após a retirada da variável **ISE**, em alguns coeficientes e teste t identificou-se mudanças de valores. Da mesma maneira, a variável **ISE**, não foi significativa em nenhum dos três modelos utilizados, o que remete o fato de não haver evidências de que a prática de manipulações operacionais possui relação com o ingresso das companhias na carteira ISE.

O autor Silva (2014), identificou dois resultados distintos relacionados à carteira ISE, por um lado foi constatado relação significativa entre a variável **ISE** e gerenciamento de resultados quando foi realizado testes estatísticos apenas com as duas variáveis, mas por outro lado, foi identificada a ausência de relação entre **ISE** e gerenciamento de resultados com a presença de outras variáveis tais como: tamanho e divulgação de relatórios de sustentabilidade. Dessa maneira, o resultado deste estudo corrobora aos achados de Silva (2014), em que também se foi identificada relação significativa entre gerenciamento de resultados e a variável **ISE**, quando analisada isoladamente, como nota-se no comportamento do grau de gerenciamento de resultados dos gráficos de 1 a 6 e no teste de médias e no painel B da Tabela 6, entretanto no modelo estimado incorreu na ausência de relação significativa com a presença da variável **ISE**.

No mesmo sentido abordado por Silva (2014), a explicação para esses resultados é justificada pelo fato de outras dimensões consideradas na carteira ISE, como tamanho e divulgação de relatórios de sustentabilidade, já explicarem a relação entre a **ISE** e gerenciamento de resultados. Essa explicação é observada na Tabela 6, em que a variável **SCGRI**, que representa a divulgação de informações relacionadas a sustentabilidade corporativa de acordo com as diretrizes da GRI, nos relatórios de sustentabilidade e apresentou significância nos modelos GDO 1, 2 e 3.

Tabela 6 — Resultado da regressão do modelo estimado

Painel A: Amostra geral				
Variáveis	Sinal Esperado	GDO 1	GDO 2	GDO 3
ISE	-	-0,010 (-0,38)	0.008 (0,5)	-0.009 (-0,2)
SCGRI	-	0.053** (2,35)	0.028* (1,82)	0.086* (2,32)
PREJ	+	0.015 (1,19)	0.006 (0,41)	0.015 (0,55)
CRISE	+	0.010 (1,10)	0.011*** (17,58)	0.009*** (3,06)
TAM	-	-0.011*** (-2,93)	-0.011*** (-4,29)	-0.022*** (-3,29)
MTB	+	0.012* (1,91)	0.008** (2,02)	0.019* (1,74)
END	-	0.012 (0,88)	0.014 (1,41)	0.005 (0,32)
ROE	-	0.025* (1,72)	0.023 (1,29)	0.031 (1,14)
Constante		0,291 (4,14)	0,299 (5,96)	0.585 (4,59)
Obs.		1445	1445	1445
R ² ajustado		0.1088	0.0904	0.1013
F		8.53	8.99	8.36
Prob - F		0.0000	0.0000	0.0000
Painel B: Amostra geral sem a variável ISE				
SCGRI	-	0.050** (1.91)	0.031* (1.70)	0.083* (1.89)
PREJ	+	0.015 (1.25)	0.006 (0.40)	0.015 (0.57)
CRISE	+	0.011 (1.13)	0.010*** (7.08)	0.010*** (9.42)
TAM	-	-0.011*** (-3.48)	-0.011*** (-4.56)	-0.022*** (-3.82)
MTB	+	0.012* (1.84)	0.008** (1.96)	0.019* (1.68)
END	-	0.012 (0.86)	0.014 (1.40)	0.005 (0.30)
ROE	-	0.025* (1.73)	0.023 (1.29)	0.031 (1.14)
Constante		0.297 (4.75)	0.294 (6.15)	0.591 (5.13)
Obs.		1445	1445	1445
R ² ajustado		0.1083	0.0900	0.1012
F		8.03	9.76	8.47
Prob - F		0.0000	0.0000	0.0000

Nota: na 1ª linha são os coeficientes, na 2ª linha, entre parênteses, a (estatística t). ***, ** e *: significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. **GDO 1**: grau de gerenciamento de resultados por produção anormal em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 2**: grau de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 3**: grau de gerenciamento de resultado pelo modelo agrupado da companhia *i* no período *t*; **ISE**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que ingressaram na carteira ISE no período *t*, e valor 0 caso contrário; **SCGRI**: variável *dummy* que possui valor 1 para divulgação de informações da categoria econômica, ambiental e social da GRI da companhia *i* no período *t*; **PREJ**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que evidenciaram prejuízo, e valor 0 caso contrário; **CRISE**: *dummy* que possui valor 1 para informações divulgadas entre 2008 e 2009, e valor 0 caso contrário; **TAM**: logaritmo natural do ativo total da companhia *i* no período *t*; **MTB**: *Market-to-book* da companhia *i* no período *t*; **END**: grau de endividamento da companhia *i* no período *t*; **ROE**: retorno sobre o patrimônio líquido da companhia *i* no período *t*.

Verificou-se também, com base na Tabela 6, que a variável **SCGRI** foi significativa a 5% de significância no modelo GDO 1 e a 10% de significância, nos modelos GDO 2 e 3. Ao contrário do que se previa, esse resultado significa que as companhias que evidenciam as informações de sustentabilidade corporativa de acordo com a GRI, gerenciam seus resultados por meio do modelo de produção anormal, esse achado corrobora às pesquisas de Han e Wang (1998), Heltzer (2011), Salewski e Zülch (2014) e Beuren e Rodrigues Junior (2014), que também identificaram relação positiva entre a sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados.

A variável relacionada à prejuízo (**PREJ**), não foi significativa em nenhum modelo de manipulações operacionais. Logo, com base na Tabela 6, não há relação entre as empresas que apresentaram prejuízo e a prática de gerenciamento de resultados. Já a variável referente à crise econômica de 2008, nomeada de **CRISE**, apresentou-se positivamente significativa nos modelos GDO 2 e GDO 3, a 1% de significância. Esse resultado indica que no período da crise de 2008, as companhias realizaram manipulações operacionais, esse resultado corrobora ao comportamento do grau de GR identificado nos gráficos analisados anteriormente.

Em relação às variáveis de controle, verifica-se que a variável **TAM** foi negativamente significativa a 1% em todos os modelos de gerenciamento mediante decisões operacionais. O sinal negativo do resultado da variável **TAM** se alinha com a ideia de que companhias maiores tendem a possuir menores incentivos para a prática de gerenciamento de resultados. Um dos prováveis motivos para isso é que quanto maior o tamanho da companhia mais ela é monitorada por investidores e analistas. Essa maior exposição da companhia no mercado pode representar um fator inibidor para a manipulação de resultados (ZANG, 2012). Assim, de acordo com os resultados encontrados, companhias maiores em tamanho possuem relação negativa com a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais.

Conforme esperado, a variável **MTB** mostrou-se positivamente significativa a 10%, 5% e 10%, nos modelos GDO 1, 2 e 3, respectivamente. Esses resultados indicam uma relação positiva entre o índice *Market-to-book* (MTB) e as manipulações operacionais, assim, as companhias com alto valor de mercado podem gerenciar seus resultados por decisões operacionais, por ser um tipo de manipulação mais difícil em ser identificada.

Esta perspectiva ganha sentido a partir da percepção de Zang (2012), de que as manipulações operacionais são negativamente relacionadas com o valor da firma em longo prazo. Dessa maneira, companhias que estão com valores de mercado e, conseqüentemente, com o índice

MTB abaixo do desejado podem perceber altos custos na utilização das manipulações operacionais. Entretanto, companhias com índices MTB altos percebem custos menores na utilização dessas manipulações, fator que pode incentivá-las a realizar tal procedimento com o objetivo de gerenciar os seus resultados.

Em linha similar, o endividamento (**END**) também poderia ser um incentivo para a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, as companhias poderiam usar das manipulações operacionais para aumentarem sua alavancagem financeira, mas não houve relação entre **END** e as manipulações operacionais.

Por fim, a variável de desempenho **ROE**, não apresentou relação significativa negativa, como era previsto. Assim, os resultados apontam que empresas com maior desempenho tendem a gerenciar menos seus resultados, haja vista que essas organizações. Entretanto, a variável **ROE** foi positivamente significativa a 10% apenas no modelo GDO 1.

A Tabela 7, demonstra os resultados apenas das companhias que participaram da carteira ISE. Diferente do que foi apresentado na Tabela 6, a variável **SCGRI**, apresentou maior significância na amostra de companhias inseridas na carteira ISE do que na amostra geral, esse dado enfatiza a justificativa de que como os princípios de sustentabilidade corporativa e a divulgação de relatório de sustentabilidade inseridos nas dimensões do ISE.

A variável **PREJ**, que não foi significativa na amostra geral, mas na amostra de companhias inseridas na ISE, passou a ser positivamente relacionada com gerenciamento de resultado a 5% de significância, em todos os modelos de manipulações operacionais utilizados. Esse resultado remete que as empresas ingressas na carteira ISE com prejuízos, gerenciam seus resultados. Quanto a variável **CRISE**, seu comportamento foi significativo positivamente a 5% de significância nos modelos GDO 1, 2 e 3. Esse resultado indica que as companhias participantes da carteira ISE gerenciaram seus resultados no período da crise econômica, entre 2008 e 2009, e tal comportamento pode ser explicado devido às incertezas por parte dos investidores no período da crise econômica que afetou diretamente os Estados Unidos e indiretamente as principais bolsas de valores mundiais.

Quanto às variáveis de controle, conforme o previsto, a variável **MTB** foi positivamente significativa a 10% de significância nos modelos GDO 1 e GDO 3, logo, as companhias presentes na carteira ISE com alto índice MTB, incorrem em maiores graus de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, corroborando ao estudo de Silva (2015). Na mesma linha companhias com alto desempenho financeiro, representadas pela variável **ROE**,

era esperada relação negativa com a prática de gerenciamento de resultados, mas, foi observada relação positiva com as manipulações operacionais, ou seja, as companhias com maiores desempenhos financeiros, tendem a gerenciar mais seus resultados. Já as variáveis **TAM** e **END**, não apresentaram relação significativa com gerenciamento de resultados.

Tabela 7 — Resultado da regressão do modelo estimado com base nas companhias inseridas na carteira ISE

Variáveis	Sinal Esperado	GDO 1	GDO 2	GDO 3
SCGRI	-	0.129*** (3.78)	0.066** (2.45)	0.240*** (3.53)
PREJ	+	0.142** (2.37)	0.098** (2.33)	0.242** (2.36)
CRISE	+	0.047** (2.26)	0.041** (2.34)	0.073** (2.27)
TAM	-	-0.005 (-0.92)	-0.004 (-0.69)	-0.018 (-1.41)
MTB	+	0.013* (1.90)	0.006 (1.37)	0.021* (1.84)
END	-	0.068 (1.07)	0.069 (1.43)	0.148 (1.19)
ROE	-	0.604*** (3.23)	0.429*** (3.21)	0.957*** (2.89)
Constante		-0.060 (-0.54)	0.005 (0.04)	0.111 (0.39)
Obs.		179	179	179
R ² ajustado		0.6477	0.5577	0.5848
F		20.22	15.03	16.17
Prob - F		0.0000	0.0000	0.0000

Nota: na 1ª linha são os coeficientes, na 2ª linha, entre parênteses, a (estatística t). ***, ** e *: significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. **GDO 1**: grau de gerenciamento de resultados por produção anormal em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 2**: grau de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias em absoluto da companhia *i* no período *t*; **GDO 3**: grau de gerenciamento de resultado pelo modelo agrupado da companhia *i* no período *t*; **ISE**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que ingressaram na carteira ISE no período *t*, e valor 0 caso contrário; **SCGRI**: variável *dummy* que possui valor 1 para divulgação de informações da categoria econômica, ambiental e social da GRI da companhia *i* no período *t*; **PREJ**: *dummy* que possui valor 1 para companhias que evidenciaram prejuízo, e valor 0 caso contrário; **CRISE**: *dummy* que possui valor 1 para informações divulgadas entre 2008 e 2009, e valor 0 caso contrário; **TAM**: logaritmo natural do ativo total da companhia *i* no período *t*; **MTB**: *Market-to-book* da companhia *i* no período *t*; **END**: grau de endividamento da companhia *i* no período *t*; **ROE**: retorno sobre o patrimônio líquido da companhia *i* no período *t*.

Portanto, nota-se que as variáveis se mostraram diferentes ao retirar a variável **ISE** e ao considerar apenas as companhias ingressas na carteira, indicando que as variáveis relativas às dimensões do índice ISE, já explicam o modelo, dispensando a variável **ISE**. Além disso, apesar de os gráficos e o teste de média indicarem relação entre o ingresso na carteira ISE e gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, não foi identificada relação entre essas duas variáveis. Já a variável **SCGRI** se mostrou significativa em todos os testes estatísticos

realizados, os achados indicam que as companhias que adotam ações de sustentabilidade corporativa tendem a gerenciar seus resultados mediante decisões operacionais.

Era previsto que as atividades socioambientais agissem como um incentivo para as companhias não praticarem gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, haja vista que assim como as companhias de grande porte são muito visadas e tendem a gerenciar menos seus resultados, usou-se a mesma analogia para a relação entre as atividades socioambientais e o gerenciamento de resultado.

Entretanto, em todos os testes estatísticos realizados e por meio da representação gráfica do comportamento do grau de gerenciamento de resultados, observou-se que as companhias que aplicam e evidenciam suas atividades socioambientais gerenciaram mais seus resultados. A justificativa para esses achados pode estar na teoria da legitimidade, afinal para compensar o gasto realizado pelas empresas com o objetivo de manter seu “contrato” com a sociedade e manter a imagem positiva, as organizações podem recorrer à prática de gerenciamento de resultados para evitar reportar as perdas decorrentes dos gastos com ações socioambientais. Esse dado corrobora aos achados de Prior, Surroca e Tribó (2008), que enfatizam o fato de as organizações usarem a boa imagem dada a elas devido suas ações socioambiental, sendo que na realidade, praticam gerenciamento de resultados.

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Este estudo investigou a relação entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e fatores de sustentabilidade corporativa da companhia. A temática que envolve sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados se encontra em estágio inicial, fato que demanda maiores investigações.

Para que fosse possível realizar o elo entre gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa, foi buscada na Nova Sociologia Institucional (NSI) a fundamentação necessária. Além da NSI, foi preciso realizar uma abordagem quanto ao gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e seus incentivos, o conceito de sustentabilidade corporativa, a metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e os estudos relacionados aos dois temas, como os de Heltzer (2011), Silva (2014) e Ferrero (2013).

Para a realização da pesquisa foram coletados dados de companhias abertas não financeiras da BM&FBOVESPA por meio do sistema *Comdinheiro*. A amostra da pesquisa contou com 204 empresas para os modelos de manipulações operacionais, totalizando 1445 observações. Para a operacionalização da pesquisa, foram realizadas três análises de regressão pelo modelo *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) em painel, com erros-padrão robustos *clusterizados* pelo setor e ano.

Os resultados indicaram que a prática de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais se relaciona positivamente com fatores de sustentabilidade corporativa da companhia. Entretanto, não identificou relação entre as manipulações operacionais e o ingresso de companhias na carteira ISE. A respeito das hipóteses levantadas, o Quadro 6, a seguir, resume os resultados segundo a métrica de gerenciamento de resultados utilizada:

Quadro 6 — Resumo dos resultados das hipóteses

Hipóteses	Resultados	Sinais dos coeficientes
H₁: A prática de gerenciamento por decisão operacional está negativamente relacionada com o ingresso de companhias na carteira ISE.	Rejeitada	Não houve relação
H₂: Fatores de sustentabilidade corporativa estão negativamente relacionados com gerenciamento de resultados por decisão operacional.	Rejeitada	(+)

Conforme o Quadro 6, a primeira hipótese foi rejeitada, haja vista que não foi identificada relação entre gerenciamento de resultados e o ingresso de companhias na carteira ISE. A ausência de relação entre o ingresso de companhias na carteira ISE e gerenciamento de resultados, levanta evidências de que não é a entrada no ISE que leva as companhias a gerenciarem seus resultados, mais sim os critérios contidos no questionário respondido pelas companhias de acesso ao ISE, como Tamanho e a divulgação do Relatório de Sustentabilidade.

Para Silva (2014), estes critérios levam as companhias a participarem do processo de seleção da carteira ISE, e identificou que não é o ISE que afeta a prática de gerenciamento de resultados, mais sim os critérios de escolhas. Portanto, a carteira ISE pode ser considerada uma *proxy* indireta de características de empresas com maior qualidade da informação contábil. Logo, os critérios que possibilitam uma companhia a participar da carteira ISE, como o tamanho e a evidenciação de fatores de sustentabilidade corporativa nos relatórios de sustentabilidade, estão também ligados ao gerenciamento de resultados (DECHOW et al., 2010; HELTZER, 2011; SILVA, 2014).

Vale ressaltar que o critério de ingresso das companhias na carteira ISE é realizado por meio de questionários e a participação é voluntária. Considerando que a carteira ISE é utilizada como ferramenta de comparação para companhias com melhores práticas sustentáveis, é esperado que sejam realizadas mudanças no processo de seleção da carteira, tornando-o mais eficiente, afinal, não há uma fiscalização continuada das informações prestadas pelas companhias assim como não são considerados dados quantitativos que poderiam ser exigidos nos relatórios de sustentabilidade.

Já em relação a segunda hipótese, essa também foi rejeitada, tendo em vista que das variáveis relacionadas a fatores de sustentabilidade corporativa (**ISE** e **SCGRI**), somente a variável **SCGRI** demonstrou significância e apresentou sinal positivo, contrário do que era previsto. A variável **SCGRI** se mostrou positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais, em todos os modelos de manipulações operacionais utilizados. Esse achado demonstra que as companhias que adotam a sustentabilidade corporativa e evidencia essas ações, manipulam mais seus resultados pela produção anormal (GDO 1), despesas discricionárias (GDO 2) e das duas maneiras (GDO 3). Esse resultado está de acordo com as pesquisas de Heltzer (2011), Prior, Surroca e Tribó (2008) e Beuren e Rodrigues Junior (2014), mas era esperado que seu comportamento fosse o oposto, negativo em relação à prática de gerenciamento de resultados.

A possível explicação para esse resultado se dá pelo fato de as companhias, com o intuito de evitar reportar perdas aos seus acionistas, gerenciam seus resultados e utilizam a imagem positiva oferecida pelas atividades socioambientais para ludibriar seus *stakeholders*. Outra justificativa é dada devido as organizações, para manterem seu “contrato” com a sociedade, conforme trata a teoria da legitimidade, realizam gastos socioambientais altos e para não evidenciarem resultados negativos, podem recorrer à prática de gerenciamento de resultados.

Portanto, o primeiro resultado referente a carteira ISE, reafirma os achados da pesquisa de Silva (2014), que também não identificou relação entre a entrada de companhias na carteira ISE. Outro achado da pesquisa, verificou relação positiva entre fatores de sustentabilidade corporativa e gerenciamento de resultados e tal resultado contribuiu com os estudos de Prior, Surroca e Tribó (2008), Heltzer (2011), Beuren e Rodrigues Junior (2014) e Salewski e Zülch (2014), ao indicar o mesmo comportamento, mas sob a ótica de manipulações operacionais, que é ainda pouco explorada. Vale ressaltar que apesar de a carteira ISE ter sido utilizada como um fator de sustentabilidade corporativa neste estudo e não ter apresentado significância, a variável **SCGRI**, que faz parte da dimensão da ISE, se mostrou significativa.

Por fim, considerando que os resultados da pesquisa indica relação positiva entre gerenciamento de resultado e fatores sustentabilidade corporativa, é sugerido para futuras pesquisas: aprofundar-se na temática gerenciamento de resultados e sustentabilidade corporativa, que visa os estudos têm apontado resultados divergentes; replicar o presente estudo, mas aplicar os modelos de *accruals* discricionários, para analisar o comportamento das companhias a fim de compará-las; investigar a prática de gerenciamento de resultados em companhias que são elegíveis a carteira ISE e as companhias que fazem parte da carteira; realizar um estudo nessa temática comparando companhias de países diferentes e a investigação aprofundada de gerenciamento de resultados sob a ótica da teoria da legitimidade e isomorfismo. Acredita-se que o desenvolvimento de tais pesquisas poderia contribuir para a literatura de gerenciamento de resultados no Brasil.

REFERÊNCIAS

ACCOUNTABILITY. AccountAbility 1000 (AA1000) Framework: Standard, Guidelines and Professional Qualification. **AccountAbility**: London. 1999, 163p.

ALMEIDA, J. E. F.; DALMACIO, F. Z. The effects of corporate governance and product market competition on analysts' forecasts: evidence from the brazilian capital market. **The International Journal of Accounting**, v. 50, n.3, p. 316-339, 2015.

ALMEIDA, J. E. F.; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J.. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2013.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A.; MOREIRA, B. C. M. Determinantes de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. **Revista Brasileira Finanças**, v. 11, n. 2, p. 181-213, abril-junho, 2013.

ARAS, G.; CROWTHER, D. Corporate sustainability reporting: a study in disingenuity? **Journal of Business Ethics**, v. 87, n. S1, p. 279–288, 4 abr. 2009.

BEBBINGTON, J.; LARRINAGA, C. Accounting and sustainable development: an exploration. **Accounting, Organizations and Society**. v. 39, p. 395-413, 2014.

BECKERT, J. Agency, entrepreneurs, and institutional change. The role of strategic choice and institutionalized practices in organizations. **Organizations Studies**, v. 20, p. 777-799, 1999.

BEUREN, I. M.; RODRIGUES JUNIOR, M. M. Responsabilidade ambiental e gerenciamento de resultados em empresas de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Revista Produção Online**, v. 14, n. 1, p. 143-170, 2014.

BM&FBOVESPA. **Manual de definições e procedimentos dos índices da BM&FBovespa**. 2014. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D295048C0EF01514544116A26AB>>. Acesso em 08 de jan. 2015.

BM&FBOVESPA. **Metodologia do índice de sustentabilidade empresarial (ISE)**. 2015. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D29514A326701516E89429C2F2A>>. Acesso em 15 de mai. 2015.

BM&FBOVESPA. **Novo valor – sustentabilidade nas empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. 2011.

BM&FBOVESPA. **Renda variável:** ações | units | direitos de subscrição | recibos de subscrição | bônus de subscrição. [ca. 2016]. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D097560FF9390156241FEE4F2470>>. Acesso em 03 de dez. 2016.

BRASIL. Decreto nº 875, de 19 de julho de 1993. Promulga o texto da Convenção sobre o Controle de Movimentos Transfronteiriços de Resíduos Perigosos e seu Depósito, em Basiléia em 22 de março de 1989. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, n. 136, p. 1. 20 jul. 1993. Seção 1, pt. 1.

CALDAS, M. P.; FACHIN, R. Paradigma funcionalista: desenvolvimento de teorias e institucionalismo nos anos 1980 e 1990. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. 2, 2005.

CAMPOS, G. M. **Principais fatores do estado contínuo e da sustentabilidade de empresas atuantes no Brasil**. 2012. 219 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, 2012.

CARRUTHERS, B. G. Accounting, ambiguity, and the new institutionalism. **Accounting, Organizations and Society**, vol. 20, n. 4, p. 313-328, 1995.

CHEN, Z. The Choice Between Real and Accounting Earnings Management 90 p. 2009. Tese - The Faculty of the C.T. Bauer College of Business, **University of Houston**, Houston, 2009.

CHIH, H.; SHEN, C.; KANG, F. Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: some international evidence. **Journal of Business Ethics**, v. 79, p. 179-198, 2008.

CHO, E.; CHUN, S. Corporate social responsibility, real activities earnings management, and corporate governance: evidence from Korea. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 2015.

COELHO, A.; LOPES, A. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas Brasileiras conforme seu grau de alavancagem. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. 2, p. 121-144, 2007.

COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, 50, p. 2-19, 2010.

CUPERTINO, C. M. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais**. 2013. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JUNIOR, N. C. A. Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais e a Percepção dos Investidores. **In: XXXVIII Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, RJ, 2014.

DECHOW, P. M. SKINNER, D. J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n.2, p.235-250, jun. 2000.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relations between earnings and cash flows. **Journal of Accounting & Economics**, n. 25, p. 133-168. 1998.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 18, n. 1, p. 3-42, 1994.

DEEGAN, C. The legitimising effect of social and environmental disclosures – A theoretical foundation. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15. 2002.

DHALIWAL, D.S.; RADHAKRISHNAN, S.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 723-759, 2012.

DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, vol. 48, n. 2, p. 147-160, 1983.

EDGLEY, C.; JONES, M. J.; ATKINS, J. The adoption of the materiality concept in social and environmental reporting assurance: a field study approach. **The British Accounting, Review**. v. 47, p. 1-18, 2015.

EHSAN, S.; KALEEM, A.; ANWAR, S. Insider stock ownership concentration and corporate social responsibility: a case from manufacturing sector of Pakistan. **Science International**, v. 25, n. 3, p 667-672, sep. 2013.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, jun. 1983.

FAN, O. The Interaction between Corporate Social Responsibility and Earnings Management. **Amsterdam Business School Research Institute**, 2013, 39p.

FARONI, W. *et al.* A contabilidade ambiental em empresas certificadas pelas normas ISO 14001 na região metropolitana de Belo Horizonte-MG. **Revista Árvore**, Viçosa, v. 34, n. 6, dez. 2010.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review - BBR**, Vitória, v. 10, n. 1, Art. 6, p. 131 - 156, jan.-mar. 2013.

FENG, M.; LI, C.; MCVAY, S. Internal Control and Management Guidance. **Journal of Accounting and Economics**. (48:2/3), p. 190-209, 2009.

FENKER, E. A.; DIEHL, C. A.; ALVES, T. W. Um estudo empírico sobre gestão de custos e riscos ambientais em empresas atuantes no brasil. **Revista Ambiente Contábil**, v. 5, n. 2, p. 190-208, 2013.

FERNANDES, S. M. Fatores que influenciam o *disclosure* ambiental. um estudo nas empresas brasileiras no período de 2006 a 2010. **Revista Ambiente**, v. 5, n. 2, p. 250 – 267, 2013.

FERREIRA, A. C. S. **Contabilidade Ambiental**: uma informação para o desenvolvimento sustentável. São Paulo: Atlas, 2003.

FERRERO, J. M. The relationship between earnings management and corporate social responsibility and their effects on corporate performance, cost of capital and reputation. **Universidad de Salamanca**, Salamanca, 2013, 336p.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **BBR Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.

GE, W. Essays on real earnings management. 2010. 125p. Tese - Desautels Faculty of Management, McGill University, Montreal, 2010.

GIDDINGS, B.; HOPWOOD, B.; O'BRIEN, G. Environment, economy and society: fitting them together into sustainable development. **Sustainable Development**, v. 10, n. 4, p. 187–196, nov. 2002.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE - GRI. **Manual de implementação**. Amsterdam: 2015.

GUIDRY, R. P.; PATTEN, D. M. Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. **Accounting Forum**, n. 36, p. 81-90, 2012.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Rio de Janeiro, RJ: AMGH, 2011. 924 p.

GUNNY, K. A. **What are the consequences of real earnings management**. Tese – Graduate Division, University of California, Berkeley, 2005.

GUNNY, K. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

GUTHRIE, J.; PARKER, L. D. Corporate Social Reporting: a rebuttal of Legitimacy Theory. **Accounting and Business Research**, v. 19, n. 76, p. 343-352, 1989.

HALL, S.; STAMMERJOHAN, W. Damage awards and earnings management in the oil industry. **The Accounting Review**, v. 72, n. 1, p. 47-65, 1997.

HAN, J.; WANG, S. Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf Crisis. **The Accounting Review**, v. 73, n. 1, p. 103-17, 1998.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-384, 1999.

HELLMAN, N. Accounting conservatism under IFRS. **Accounting in Europe**, v. 5, n. 2, p. 71-100, 2008.

HELTZER, W. The asymmetric relationship between corporate environmental responsibility and earnings management. **Managerial Auditing Journal**, v. 26, n. 1, p. 65 – 88, 2011.

HONG, Y.; ANDERSEN, M. L. The relationship between corporate social responsibility and earnings management: an exploratory study. **Journal of Business Ethics**, v. 104, p. 461-471, 2011.

HORISON, M. Y.; NUGRAHANTI, Y. W. Perbedaan pengungkapan corporate socialresponsibility dan nilai perusahaan antara perusahaan dengan manajemen laba tinggi dan rendah. **Jurnal Manajemen dan Bisnis**, v. 18, n. 2, dec. 2014.

HOSTAK, P. *et al.* An examination of the impact of the Sarbanes–Oxley Act on the attractiveness of U.S. capital markets for foreign firms. **Review of Accounting Studies**, v. 18, n. 2, p. 522-559, jun. 2013.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: evidence from four countries. **Harvard Business School Research Working**, n. 11-100, p.1-49, feb. 2016.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-60, oct. 1976.

JONES, M. J. Accounting for the environment: towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting. **Accounting Forum**. v. 34, p. 123-138, 2010.

JUDGE JUNIOR, W. Q.; DOUGLAS, T.J. Performance implications of incorporating natural environmental issues into strategic planning process: an empirical assessment. **Journal of Management Studies**, mar, 1998.

KIM, Y. PARK, M. S.; WIER, B. Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 761–796, 2012.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A.; WASLEY, C. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting & Economics**, [S. l.], v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

LI, C. *et al.* The consequences of information technology control weaknesses on management information systems: the case of Sarbanes–Oxley internal control reports. **MIS Quarterly**, v. 36, n. 1, p. 179-203, mar. 2012.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo, SP: Atlas, 2005. 181 p.

MACHADO, M. A. V; MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; SIQUEIRA, J. R. M. Análise da relação entre investimentos socioambientais e a inclusão de empresas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA. **Revista Ciências da Administração**. Santa Catarina, v. 14, nº 32, p. 141-156, abr. 2012.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; CORRAR, L. J. Desempenho do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 2, p. 24-38, 2009.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; SANTOS, A. D. A relação entre setor econômico e investimentos sociais e ambientais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 3, p. 102-115, 2010.

MARCONDES, A. W.; BACARJI, C. D. **ISE: sustentabilidade no mercado de capitais**. 1ª Ed. São Paulo: Report Ed, 2010. 173 p.

MARQUES, K. C. M. **Custeio alvo à luz da teoria da contingência e da nova sociologia institucional**: estudo de caso sobre sua adoção, implementação e uso. 2012. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

MARREWIK, M. Concepts and definitions of csr and corporate sustainability: between agency and communion. **Journal of Business Ethics**. v. 44, n. 2/3, p. 95-105, may. 2003.

MARTINEZ, A. L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 154 p. (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L.; CARDOSO, R. L. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **Revista Eletrônica de Administração**, UFRGS, Rio Grande do Sul, ed. 64, v. 15, n. 3, set./dez. 2009.

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **The American Journal of Sociology**, vol. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MILNE, M. J., TREGIDA, H., WALTON, S. Words not actions! the ideological role of sustainable development reporting. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 22, p. 1211–1257, 2009.

MOCK, T. J.; RAO, S. S.; SRIVASTAVA, R. P. The development of worldwide sustainability reporting assurance. **Australian Accounting Review**. v. 23, n. 4, p. 280-294, 2013.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 77-100, 2009.

NOSSA, V. 2002. **Disclosure ambiental**: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional. 2002. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

NUNES, J. G. et al. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. **BASE–Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328-340, 2010.

O'DONOVAN, G. Environmental disclosures in annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. **Accounting, Auditing e Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.

ORLITZKY, M., F. L. SCHMIDT, RYNES, S. L. Corporate social and financial performance: A metaanalysis. **Organization Studies**, v.24 n.3: p.403–441, 2003.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PEREIRA, A. C. *et al.* Percepções de gestores sobre as contribuições do processo de certificação ISO 14001 nas práticas de gestão ambiental. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 17, p. 73-88, 2013.

PETERSEN, M. A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. **Review of Financial Studies**, n. 22, p. 435–480. 2009.

PRIOR, D.; SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A. Are socially responsible managers really ethical? exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. **Corporate Governance**, v. 16, n. 3, 2008.

REIS, E. M.; CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, D. M. Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do Ibrx – índice Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.7, n.2, p. 201-223, 2014.

RIBEIRO, M. S. **Contabilidade ambiental**. São Paulo: Saraiva, 2005. 220 p.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting & Economics**, [S. l.], v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SALEWSKI, M.; ZÜLCH, H. The association between corporate social responsibility (csr) and earnings quality evidence from european blue chips. **Leipzig Graduate School of Management**, HHL Working Paper, n. 131, 2014.

SANTOS, L. P. G. *et al.* Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 56, p. 174-188, 2011.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SCOTT, W. Richard. **Institutions and organizations**. 2 ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2001.

SILVA, G. R. **Qualidade da informação contábil e sustentabilidade: um estudo nas companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA**. 2014, 44f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2014.

SILVA, V. C. **A adoção das IFRS impacta no gerenciamento de resultados? evidências do mercado de capitais brasileiro**. 2015, 87f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2015.

SIMONETTI, R. (Coord.); MACEDO, F.; BARBOSA, H.; CALLEGARI, I.; MONZONI, M. **O valor do ISE – principais estudos e a perspectiva dos investidores**. São Paulo, 2012. Disponível em: < http://isebvmf.com.br/arquivos/44/O_VALOR_DO_ISE.pdf>. Acesso em 15 de mai. 2016.

SIMONETTI, R. **Investimento socialmente responsável e o índice de sustentabilidade empresarial da bovespa**. TCC Especialista em Gestão de Sustentabilidade. São Paulo, Eaesp-FGV, 2007.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.

THOMPSON, S. B. Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n.1, p. 1–10, 2011.

TINOCO, J. E. P.; KRAEMER, M. E. P. **Contabilidade e gestão ambiental**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2011. 278 p.

UNWCED. Report of the world commission on environment and development: Our common future. Oxford, **Oxford University Press**. 1987.

VILLIERS, C.; RINALDI, L.; UNERMAN, J. Integrated reporting: insights, gaps and agenda for future research. **Assounting, Auditing anda Accountability Journal**. v. 27, n. 7, p. 1042-1067, 2014.

WATTS, R. L., ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **Accounting Review**, v. 65, 1990.

YOUNG, C. E. F. **Meio ambiente e Competitividade na Industria brasileira**. Rio de Janeiro. 2001.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

APÊNDICE A

Quadro 7 — Indicadores da categoria econômica da GRI

ASPECTO	INDICADOR	DESCRIÇÃO
Desempenho Econômico	G4-EC1	Valor econômico direto gerado e distribuído.
	G4-EC2	Implicações financeiras e outros riscos e oportunidades para as atividades da organização em decorrência de mudanças climáticas.
	G4-EC3	Cobertura das obrigações previstas no plano de pensão de benefício da organização.
	G4-EC4	Assistência financeira recebida do governo.
Presença no Mercado	G4-EC5	Variação da proporção do salário mais baixo, discriminado por gênero, comparado ao salário mínimo local em unidades operacionais importantes.
	G4-EC6	Proporção de membros da alta direção contratados na comunidade local em unidades operacionais importantes.
Impactos Econômicos Indiretos	G4-EC7	Desenvolvimento e impacto de investimentos em infraestrutura e serviços oferecidos.
	G4-EC8	Impactos econômicos indiretos significativos, inclusive a extensão dos impactos.
Práticas de Compra	G4-EC9	Proporção de gastos com fornecedores locais em unidades operacionais importantes.

Fonte: GRI (2015).

APÊNDICE B

Quadro 8 — Indicadores da categoria ambiental da GRI

ASPECTO	INDICADOR	DESCRIÇÃO
Materiais	G4-EN1	Materiais usados, discriminados por peso ou volume.
	G4-EN2	Percentual de materiais usados provenientes de reciclagem.
Energia	G4-EN3	Consumo de energia dentro da organização.
	G4-EN4	Consumo de energia fora da organização.
	G4-EN5	Intensidade energética.
	G4-EN6	Redução do consumo de energia.
	G4-EN7	Reduções nos requisitos energéticos de produtos e serviços.
	G4-EN8	Total de retirada de água por fonte.
Água	G4-EN9	Fontes hídricas significativamente afetadas por retirada de água.
	G4-EN10	Percentual e volume total de água reciclada e reutilizada.
Biodiversidade	G4-EN11	Unidades operacionais próprias, arrendadas ou administradas dentro ou nas adjacências de áreas protegidas, e áreas de alto índice de biodiversidade situadas fora de áreas protegidas.
	G4-EN12	Descrição de impactos significativos de atividades, produtos e serviços sobre a biodiversidade em áreas protegidas, e áreas de alto índice de biodiversidade situadas fora de áreas protegidas.
	G4-EN13	Habitats protegidos ou restaurados.
	G4-EN14	Número total de espécies incluídas na lista vermelha da IUCN e em listas nacionais de conservação com habitats situados em áreas afetadas por operações da organização, discriminadas por nível de risco de extinção.
Emissões	G4-EN15	Emissões diretas de gases de efeito estufa (GEE).
	G4-EN16	Emissões indiretas de gases de efeito estufa (GEE), provenientes da aquisição de energia.
	G4-EN17	Outras emissões indiretas de gases de efeito estufa (GEE).
	G4-EN18	Intensidade de emissões de gases de efeito estufa (GEE).
	G4-EN19	Redução de emissões de gases de efeito estufa (GEE).
	G4-EN20	Emissões de substâncias que destroem a camada de ozônio (SDO).
Efluentes e Resíduos	G4-EN21	Emissões de NO _x , SO _x e outras emissões atmosféricas significativas.
	G4-EN22	Descarte total de água, discriminado por qualidade e destinação.
	G4-EN23	Peso total de resíduos, discriminado por tipo e método de disposição.
	G4-EN24	Número total e volume de vazamentos significativos.
	G4-EN25	Peso de resíduos transportados, importados, exportados ou tratados considerados perigosos nos termos da convenção da Basileia ⁵ , anexos i, ii, iii e viii, e percentual de carregamentos de resíduos transportados internacionalmente.
	G4-EN26	Identificação, tamanho, status de proteção e valor da biodiversidade de corpos d'água e habitats relacionados significativamente afetados por descargas e drenagem de água realizados pela organização.
Produtos e Serviços	G4-EN27	Extensão da mitigação de impactos ambientais de produtos e serviços.
	G4-EN28	Percentual de produtos e suas embalagens recuperados, em relação ao total de produtos vendidos, discriminados por categoria de produtos.
Conformidade	G4-EN29	Valor monetário de multas significativas, e número total de sanções não monetárias aplicadas em decorrência da não conformidade com leis e regulamentos ambientais.
Transporte	G4-EN30	Impactos ambientais significativos decorrentes do transporte de produtos, e outros bens e materiais usados nas operações da organização.
Geral	G4-EN31	Total de investimentos e gastos com proteção ambiental, discriminado por tipo.
Avaliação Ambiental dos Fornecedores	G4-EN32	Percentual de novos fornecedores selecionados com base em critérios ambientais.
	G4-EN33	Impactos ambientais negativos significativos reais e potenciais na cadeia de fornecedores e medidas tomadas a esse respeito.
Mecanismo de Reclamações	G4-EN34	Número de queixas e reclamações relacionadas a impactos ambientais registradas, processadas e solucionadas por meio de mecanismo formal.

Fonte: GRI (2015).

⁵ Convenção de Basileia sobre o Controle de Movimentos Transfronteiriços de Resíduos Perigosos e seu Depósito foi adotada sob a égide da Organização das Nações Unidas, em Basileia, em 22 de março de 1989 (BRASIL, 1993).

APÊNDICE C

Quadro 9 — Indicadores da categoria social da GRI

ASPECTO	INDICADOR	DESCRIÇÃO
Emprego	G4-LA1	Número total e taxas de novas contratações de empregados e rotatividade de empregados por faixa etária, gênero e região.
	G4-LA2	Benefícios concedidos a empregados de tempo integral que não são oferecidos a empregados temporários ou em regime de meio período, discriminados por unidades operacionais importantes da organização.
	G4-LA3	Taxas de retorno ao trabalho e retenção após uma licença maternidade/paternidade, discriminadas por gênero.
Relações Trabalhistas	G4-LA4	Prazo mínimo de notificação sobre mudanças operacionais e se elas são especificadas em acordos de negociação coletiva.
Saúde e Segurança do Trabalho	G4-LA5	Percentual da força de trabalho representada em comitês formais de saúde e segurança, compostos por empregados de diferentes níveis hierárquicos, que ajudam a monitorar e orientar programas de saúde e segurança no trabalho.
	G4-LA6	Tipos e taxas de lesões, doenças ocupacionais, dias perdidos, absenteísmo e número de óbitos relacionados ao trabalho, discriminados por região e gênero.
	G4-LA7	Reduções nos requisitos energéticos de produtos e serviços. Empregados com alta incidência ou alto risco de doenças relacionadas à sua ocupação.
	G4-LA8	Tópicos relativos à saúde e segurança cobertos por acordos formais com sindicatos.
Treinamento e Educação	G4-LA9	Número médio de horas de treinamento por ano por empregado, discriminado por gênero e categoria funcional.
	G4-LA10	Programas de gestão de competências e aprendizagem contínua que contribuem para a continuidade da empregabilidade dos empregados em período de preparação para a aposentadoria.
	G4-LA11	Percentual de empregados que recebem regularmente análises de desempenho e de desenvolvimento de carreira, discriminado por gênero e categoria funcional.
Diversidade e Igualdade de Oportunidade	G4-LA12	Composição dos grupos responsáveis pela governança e discriminação de empregados por categoria funcional, de acordo com gênero, faixa etária, minorias e outros indicadores de diversidade.
Igualdade de Remuneração para Mulheres e Homens	G4-LA13	Razão matemática do salário e remuneração entre mulheres e homens, discriminada por categoria funcional e unidades operacionais relevantes
Avaliação de Fornecedores em Práticas Trabalhistas	GA-LA14	Percentual de novos fornecedores selecionados com base em critérios relativos a práticas trabalhistas
	GA-LA15	Impactos negativos significativos reais e potenciais para as práticas trabalhistas na cadeia de fornecedores e medidas tomadas a esse respeito
Mecanismos de Reclamações Relacionadas à Práticas Trabalhistas	GA-LA16	Número de queixas e reclamações relacionadas a práticas trabalhistas registradas, processadas e solucionadas por meio de mecanismo formal
Investimentos	G4-HR1	Número total e percentual de acordos e contratos de investimentos significativos que incluem cláusulas de direitos humanos ou que foram submetidos à avaliação referente a direitos humanos.
	G4-HR2	Número total de horas de treinamento de empregados em políticas de direitos humanos ou procedimentos relacionados a Aspectos dos direitos humanos relevantes para as operações da organização, incluindo o percentual de empregados treinados.
Não discriminação	G4-HR3	Número total de casos de discriminação e medidas corretivas tomadas

Liberdade de Associação e Negociação Coletiva	G4-HR4	Operações e fornecedores identificados em que o direito de exercer a liberdade de associação e a negociação coletiva possa estar sendo violado ou haja risco significativo e as medidas tomadas para apoiar esse direito.
Trabalho Infantil	G4-HR5	Operações e fornecedores identificados como de risco para a ocorrência de casos de trabalho infantil e medidas tomadas para contribuir para a efetiva erradicação do trabalho infantil
Trabalho Forçado ou Análogo ao Escravo	G4-HR6	Operações e fornecedores identificados como de risco significativo para a ocorrência de trabalho forçado ou análogo ao escravo e medidas tomadas para contribuir para a eliminação de todas as formas de trabalho forçado ou análogo ao escravo
Práticas de Segurança	G4-HR7	Percentual do pessoal de segurança que recebeu treinamento nas políticas ou procedimentos da organização relativos a direitos humanos que sejam relevantes às operações
Direitos dos Povos Indígenas e Tradicionais	G4-HR8	Número total de casos de violação de direitos de povos indígenas e tradicionais e medidas tomadas a esse respeito
Avaliação	G4-HR9	Número total e percentual de operações submetidas a análises ou avaliações de direitos humanos de impactos relacionados a direitos humanos
Avaliação de Fornecedores em Direitos Humanos	G4-HR10	Percentual de novos fornecedores selecionados com base em critérios relacionados a direitos humanos
	G4-HR11	Impactos negativos significativos reais e potenciais em direitos humanos na cadeia de fornecedores e medidas tomadas a esse respeito
Mecanismos de Reclamações Relacionadas a Direitos Humanos	G4-HR12	Número de queixas e reclamações relacionadas a impactos em direitos humanos registradas, processadas e solucionadas por meio de mecanismo formal
Comunidades Locais	G4-SO1	Percentual de operações com programas implementados de engajamento da comunidade local, avaliação de impactos e desenvolvimento local
	G4-SO2	Operações com impactos negativos significativos reais e potenciais nas comunidades locais
Combate à Corrupção	G4-SO3	Número total e percentual de operações submetidas a avaliações de riscos relacionados à corrupção e os riscos significativos identificados
	G4-SO4	Comunicação e treinamento em políticas e procedimentos de combate à corrupção
	G4-SO5	Casos confirmados de corrupção e medidas tomadas
Políticas Públicas	G4-SO6	Valor total de contribuições para partidos políticos e políticos, discriminado por país e destinatário/beneficiário
Concorrência Desleal	G4-SO7	Número total de ações judiciais movidas por concorrência desleal, práticas de truste e monopólio e seus resultados
Conformidade	G4-SO8	Valor monetário de multas significativas e número total de sanções não monetárias aplicadas em decorrência da não conformidade com leis e regulamentos
Avaliação de Fornecedores em Impactos na Sociedade	G4-SO9	Percentual de novos fornecedores selecionados com base em critérios relativos a impactos na sociedade
	G4-SO10	Impactos negativos significativos reais e potenciais da cadeia de fornecedores na sociedade e medidas tomadas a esse respeito
Mecanismos de Queixas e Reclamações Relacionadas a Impactos na Sociedade	G4-SO11	Número de queixas e reclamações relacionadas a impactos na sociedade registradas, processadas e solucionadas por meio de mecanismo formal
Saúde e Segurança do Cliente	G4-PR1	Percentual de categorias de produtos e serviços significativas para as quais são avaliados impactos na saúde e segurança buscando melhorias
	G4-PR2	Número total de casos de não conformidade com regulamentos e códigos voluntários relacionados aos impactos causados por produtos e serviços na saúde e segurança durante seu ciclo de vida, discriminados por tipo de resultado
Rotulagem de Produtos e Serviços	G4-PR3	Tipo de informações sobre produtos e serviços exigidas pelos procedimentos da organização referentes a informações e rotulagem de produtos e serviços e percentual de categorias significativas sujeitas a essas exigências
	G4-PR4	Número total de casos de não conformidade com regulamentos e códigos voluntários relativos a informações e rotulagem de produtos e serviços, discriminados por tipo de resultados

	G4-PR5	Resultados de pesquisas de satisfação do cliente
	G4-PR6	Venda de produtos proibidos ou contestados
Comunicações de Marketing	G4-PR7	Número total de casos de não conformidade com regulamentos e códigos voluntários relativos a comunicações de marketing, incluindo publicidade, promoção e patrocínio, discriminados por tipo de resultados
Privacidade do Cliente	G4-PR8	Número total de queixas comprovadas relativas à violação de privacidade e perda de dados de clientes
Conformidade	G4-PR9	Valor monetário de multas significativas aplicadas em razão de não conformidade com leis e regulamentos relativos ao fornecimento e uso de produtos e serviços

Fonte: GRI (2015).

APÊNDICE D

Quadro 10 — Empresas da amostra⁶

CARTEIRAS ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL - ISE (ABERTURA DA CARTEIRA)											
01/12/05	01/12/06	03/12/07	01/12/08	01/12/09	01/12/2010	03/01/11	02/01/12*	07/01/13	06/01/14	05/01/15*	
28 Empresas	34 Empresas	32 Empresas	30 Empresas	34 Empresas	34 Empresas	38 Empresas	37 Empresas	37 Empresas	40 Empresas	39 Empresas	
34 Ações	43 Ações	40 Ações	38 Ações	43 Ações	43 Ações	47 Ações	50 Ações	51 Ações	51 Ações	50 Ações	
AES ELETROPUL	ACESITA	AES ELETROPULO	AES ELETROPULO	AES ELETROPULO	AES ELETROPULO	AES ELETROPULO	AES ELETROPUL	AES ELETROPULO	AES ELETROPULO	AES ELETROPULO	
ALL AMER LAT	AES ELETROPULO	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	
ARACRUZ	ALL AMER LAT	AM INOX BR	BCO BRASIL	BCO BRASIL	BCO BRASIL	ANHANGUERA	ANHANGUERA	BCO BRASIL	BCO BRASIL	B2W DIGITAL	
BCO BRASIL	ARACRUZ	ARACRUZ	BRADESCO	BRADESCO	BRADESCO	BCO BRASIL	BCO BRASIL	BICBANCO	BIC BANCO	BCO BRASIL	
BELGO MINEIRA	ARCELOR BR	BCO BRASIL	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM	BIC BANCO	BIC BANCO	BRADESCO	BRADESCO	BRADESCO	
BRADESCO	BCO BRASIL	BRADESCO	CELESC	BRF SA	BRF SA	BRADESCO	BRADESCO	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM	
BRASKEM	BRADESCO	BRASKEM	CEMIG	CEMIG	CEMIG	BRASKEM	BRASKEM	BRF SA	BRF SA	BRF SA	
CCR SA	BRASKEM	CCR SA	CESP	CESP	CESP	BRF SA	BRF SA	CCR SA	CCR SA	CCR SA	
CELESC	CCR SA	CEMIG	COELCE	COELCE	COELCE	CEMIG	CCR SA	CEMIG	CEMIG	CEMIG	
CEMIG	CELESC	CESP	CPFL ENERGIA	COPEL	COPEL	CESP	CEMIG	CESP	CESP	CIELO	
CESP	CEMIG	COELCE	DASA	CPFL ENERGIA	CPFL ENERGIA	COELCE	CESP	COELCE	CIELO	COELCE	
COPEL	COELCE	COPEL	DURATEX	DASA	DASA	COPASA	COELCE	COPASA	COELCE	COPEL	
COPESUL	COPEL	CPFL ENERGIA	ELETROBRAS	DURATEX	DURATEX	COPEL	COPASA	COPEL	COPASA	CPFL ENERGIA	
CPFL ENERGIA	CPFL ENERGIA	DASA	EMBRAER	ELETROBRAS	ELETROBRAS	CPFL ENERGIA	COPEL	CPFL ENERGIA	COPEL	DURATEX	
DASA	DASA	ELETROBRAS	ENERGIAS BR (EDP)	EMBRAER	EMBRAER	DURATEX	CPFL ENERGIA	DURATEX	CPFL ENERGIA	ECORODOVIAS	
ELETROBRAS	EMBRAER	EMBRAER	GERDAU	ENERGIAS BR (EDP)	ENERGIAS BR (EDP)	ELETROBRAS	DURATEX	ECORODOVIAS	DURATEX	ELETROBRAS	
EMBRAER	ENERGIAS BR (EDP)	ENERGIAS BR (EDP)	GERDAU MET	EVEN	EVEN	EMBRAER	ECORODOVIAS	ELETROBRAS	ECORODOVIAS	EMBRAER	
GOL	GERDAU	GERDAU	ITAUBANCO	FIBRIA	FIBRIA	ENERGIAS BR (EDP)	ELETROBRAS	ENERGIAS BR (EDP)	ELETROBRAS	ENERGIAS BR (EDP)	
IOCHP-MAXION	GERDAU MET	GERDAU MET	LIGHT S/A	GERDAU	GERDAU	EVEN	EMBRAER	EVEN	EMBRAER	EVEN	
ITAUBANCO	GOL	IOCHP-MAXION	NATURA	GERDAU MET	GERDAU MET	FIBRIA	ENERGIAS BR (EDP)	FIBRIA	ENERGIAS BR (EDP)	FIBRIA	
ITAUSA	IOCHP-MAXION	ITAUBANCO	ODONTOPREV	INDS ROMI	INDS ROMI	GERDAU	EVEN	GERDAU	EVEN	FLEURY	
NATURA	ITAUBANCO	LIGHT S/A	PERDIGAO S/A	ITAUSA	ITAUSA	GERDAU MET	FIBRIA	GERDAU MET	FIBRIA	GERDAU	
PERDIGAO S/A	ITAUSA	NATURA	SABESP	IT AUUNIBANCO	IT AUUNIBANCO	INDS ROMI	GERDAU	ITAUSA	FLEURY	GERDAU MET	
SUZANO PAPEL	LOCALIZA	PERDIGAO S/A	SADIA S/A	LIGHT S/A	LIGHT S/A	IT AUSA	GERDAU MET	IT AUUNIBANCO	GERDAU	IT AUSA	
TRACTEBEL	NATURA	PETROBRAS	SUZANO PAPEL	NATURA	NATURA	ITAUUNIBANCO	IT AUSA	LIGHT S/A	GERDAU MET	ITAUUNIBANCO	
UNIBANCO	PERDIGAO S/A	SABESP	TELEMAR	REDECARD	REDECARD	LIGHT S/A	ITAUUNIBANCO	NATURA	IT AUSA	JSL	
V C P	PETROBRAS	SADIA S/A	TIM PART S/A	SABESP	SABESP	NATURA	LIGHT S/A	SABESP	ITAUUNIBANCO	KLABIN SA	
WEG	SUZANO PAPEL	SUZANO PAPEL	TRACTEBEL	SUL AMERICA	SUL AMERICA	REDECARD	NATURA	SANT ANDER BR	KLABIN SA	LIGHT SA	
	SUZANO PETRO	SUZANO PETRO	UNIBANCO	SUZANO PAPEL	SUZANO PAPEL	SABESP	SABESP	SUL AMERICA	LIGHT SA	LOJAS AMERICANAS	
	T AM S/A	TRACTEBEL	V C P	TELEMAR	TELEMAR	SANT ANDER BR	SANT ANDER BR	SUZANO PAPEL	NATURA	LOJAS RENNER	
	TRACTEBEL	V C P		TIM PART S/A	TIM PART S/A	SUL AMERICA	SUL AMERICA	TELEFONICA BRASIL	OI	NATURA	
	ULTRAPAR	WEG		TRACTEBEL	TRACTEBEL	SUZANO PAPEL	SUZANO PAPEL	TELEMAR	SABESP	SABESP	
	UNIBANCO			USIMINAS	USIMINAS	TELEMAR	TELEMAR	TIM PART S/A	SANT ANDER BR	SANT ANDER BR	
	V C P			VIVO	VIVO	TIM PART S/A	TIM PART S/A	TRACTEBEL	SUL AMERICA	SUL AMERICA	
						TRACTEBEL	TRACTEBEL	ULTRAPAR	SUZANO PAPEL	TELEFONICA BRASIL	
						ULTRAPAR	ULTRAPAR	VALE	TELEFONICA BRASIL	TIM PART S/A	
						VALE	VALE	WEG	TIM PART S/A	TRACTEBEL	
						VIVO			TRACTEBEL	VALE	
									VALE	WEG	
									WEG		

Fonte: Dados da pesquisa.

⁶ *Em 24/09/2012, a RedeCard realizou uma OPA, deixando de fazer parte da carteira e da BM&FBOVESPA; *em 28/10/2015, o BicBanco realizou uma OPA, deixando de fazer parte da carteira e da BM&FBOVESPA.

APÊNDICE E

Tabela 8 — Correlação entre os grs sem estarem em absoluto com base na amostra *Geral*

	GDO 1	GDO 2	GDO 3
GDO 1	1		
GDO 2	-0.5505	1	
GDO 3	0.8858	-0.8750	1

Nota: ***, ** e *: significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. **GDO 1**: é o grau de gerenciamento de resultados do modelo de produção anormal, sem estar em absoluto, da companhia *i* no período *t*; **GDO 2**: é o grau de gerenciamento de resultados do modelo de despesas discricionárias, sem estar em absoluto, da companhia *i* no período *t*; **GDO 3**: é o grau de gerenciamento de resultados do modelo agrupado, sem estar em absoluto, da companhia *i* no período *t*.